



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Skin in the Game:

A retenção de risco em operações de titularização

Filipe Maia Alexandre

Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2020



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Skin in the Game:

A retenção de risco em operações de titularização

Filipe Maia Alexandre

Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão

Sob orientação do Senhor Professor Doutor José Engrácia Antunes

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2020

Resumo

Fruto do seu papel de relevo na crise financeira de 2008, a titularização foi objeto de crescente pressão legislativa. A retenção de risco surge como um mecanismo de alinhamento entre os interesses dos originadores e dos patrocinadores e os interesses dos investidores em operações de titularização, tornando a concessão de crédito assente num modelo de *originate to distribute* mais onerosa para os primeiros. Em qualquer operação que implique uma transferência de risco de crédito dividido em tranches, o cedente, o patrocinador ou o mutuante inicial deverá manter, de forma contínua, um interesse económico líquido substancial na operação não inferior a 5%, até que todas as posições (não retidas) emitidas se encontrem amortizadas, não podendo esse interesse económico ser vendido ou transferido. Por outro, os investidores institucionais europeus deverão verificar o cumprimento deste dever na *due diligence* que realizam. O direito comunitário contém um elenco taxativo de modalidades de cumprimento da obrigação de retenção de risco, assentes na retenção de uma percentagem do valor nominal das tranches vendidas aos investidores ou do valor nominal dos ativos titularizados, entre as quais os cedentes, os patrocinadores e os mutuantes iniciais poderão optar livremente.

Palavras-chave: titularização; retenção de risco; risco de crédito; *originate to distribute*

Abstract

Due to its role in the financial crisis of 2008, securitisation has been subject to increasing regulatory pressure. Risk retention emerges as an alignment mechanism between the interest of originators and sponsors and the interests of investors in securitisation transactions, making credit granting based on an originate to distribute model more burdensome to the first. In any transaction where credit risk is tranced and transferred, the originator, sponsor or original lender shall retain on an ongoing basis a material net economic interest in the securitisation of not less than 5% until all (non-retained) positions issued under the transaction are redeemed, and this material net economic interest may not be sold or transferred. In addition, European institutional investors must monitor compliance with the foregoing to fulfil the respective due diligence obligations. European law sets out an exhaustive list of risk retention modalities, which are based on the retention of a percentage of the nominal value of the tranches sold to investors or on the nominal value of the securitised assets, among which originators, sponsors and original lenders may freely choose.

Keywords: *securitisation; risk retention; credit risk; originate to distribute*

Índice

Introdução	10
PARTE I – A Titularização	11
Capítulo I – Noção Geral	11
Capítulo II – As Estruturas de Titularização em Especial	12
1. Venda a um SPV.....	12
2. Trusts	12
3. Subparticipações.....	13
4. Titularização sintética.....	13
5. Repackaging de valores mobiliários.....	14
6. Collateralized debt obligations (CDOs)	14
7. Retitularização	15
8. Múltiplos cedentes.....	15
Capítulo III – Distinção de Figuras Afins	15
1. Obrigações hipotecárias.....	15
2. Factoring.....	16
Capítulo IV – A Atratividade da Figura	16
PARTE II – O Regime Jurídico da Titularização: Principais Aspetos	17
Capítulo I – Fontes Nacionais e Comunitárias	17
Capítulo II – Cessão para Efeitos de Titularização.....	18
Capítulo III – Elemento Objetivo: O Objeto da Titularização	19
1. Ativos suscetíveis de titularização.....	19
2. Requisitos do ativo subjacente	20
Capítulo IV – Elemento Subjetivo: Os Intervenientes na Titularização	21
1. As EOET.....	21
2. Os mutuantes iniciais.....	21
3. Os cedentes	22
4. Os patrocinadores	22
5. Os gestores de créditos	23
6. As entidades independentes.....	23
7. Os terceiros autorizados.....	24

PARTE III – A Retenção de Risco em Operações de Titularização	24
Capítulo I – A Evolução Histórica da Obrigação de Reter o Risco	24
1. A origem do instituto	24
2. A consagração no direito europeu	26
3. O paradigma português.....	27
Capítulo II – O Regime Jurídico da Retenção de Risco.....	28
1. A obrigação de reter o risco.....	28
2. Âmbito de aplicação objetivo	29
3. Âmbito de aplicação subjetivo	31
3.1. Abordagem direta	33
3.2. Abordagem indireta	36
Capítulo III – O Cumprimento da Obrigação de Reter o Risco	39
1. Retenção vertical	39
2. Retenção de um interesse do cedente	40
3. Retenção de posições em risco aleatoriamente selecionadas	41
4. Retenção da tranche de primeiras perdas	42
5. Retenção de posição de primeiras perdas em cada posição titularizada.....	43
6. Retenção sintética e retenção contingente	43
7. Breve referência a outra modalidade não permitida ao abrigo do regime europeu: a retenção em “L”	44
Capítulo IV – O Incumprimento da Obrigação de Reter o Risco.....	45
1. Sanções penais e/ou administrativas.....	45
2. Penalizações regulatórias.....	46
3. Competências sancionatórias e de supervisão	47
Capítulo V – Tendências Atuais: os Novos RTS.....	47
Conclusões	48

Glossário

ABCP	<i>Asset-backed commercial paper</i>
BCE	Banco Central Europeu
BdP	Banco de Portugal
CBO	<i>Collateralised bond obligation</i>
CDO	<i>Collateralised debt obligation</i>
CLO	<i>Collateralised loan obligation</i>
CMBS	<i>Commercial mortgage-backed security</i>
CMVM	Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários
Código Civil	Decreto-Lei n.º 47344/66, de 25 de Novembro
CRD	Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013
CRD I	Diretiva 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2006
CRD II	Diretiva 2009/111/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009
CRR	Regulamento (UE) 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013
EBA	<i>European Banking Authority</i>
EOET	Entidade com objeto específico de titularização
FTC	Fundo de titularização de créditos
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
Lei da Titularização	Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Novembro
LTSA	Loan Syndications and Trading Association
Novos RTS	EBA Final Draft Regulatory Technical Standards specifying the requirements for originators, sponsors and original lenders relating to risk retention pursuant to Article 6(7) of Regulation (EU) 2017/2402, of 31 July 2018
NPL	<i>Non-performing loan</i>
Regulamento	Regulamento (UE) 2017/2402 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro de 2017

Regulamento Delegado	Regulamento Delegado (UE) 625/2014 da Comissão, de 13 de março de 2014
RMBS	<i>Residential mortgage-backed security</i>
SEC	Securities Exchange Commission
SGFTC	Sociedade gestora de fundos de titularização de créditos
STC	Sociedade de titularização de créditos
STS	<i>Simple, transparent and standardised</i>

Introdução

A concessão de crédito assente num modelo de *originate to distribute* permitia aos originadores emprestarem dinheiro quase sem risco, uma vez que a sua exposição ao risco de crédito era transferida para os mercados financeiros de forma integral e quase de imediato através da titularização do crédito concedido. Em resultado, a qualidade do mesmo foi objeto de uma diminuição gradual¹, o que evidencia a existência de um conflito fundamental entre os interesses dos originadores e dos patrocinadores e os interesses dos investidores na titularização.

Fruto do seu papel de relevo na crise financeira de 2008, a titularização foi objeto de crescente pressão legislativa. Tendo em visto recuperar a confiança perdida neste mercado, que é, por si mesmo, complexo, autoridades regulatórias por todo o mundo procuraram criar incentivos para um maior alinhamento entre os interesses dos originadores e dos patrocinadores e os interesses dos investidores.

Uma das inovações de destaque neste âmbito foi a consagração legal de uma obrigação de retenção de parte do risco de crédito das posições cedidas para titularização, obrigando, deste modo, as entidades responsáveis a manter alguma *skin in the game*. Desde então, as regras de retenção de risco assumiram-se como um ponto de estrutura em qualquer operação de titularização e, na nossa perspetiva, um dos mais incompreendidos porque habita na fronteira entre o jurídico e o financeiro.

Neste trabalho, propomo-nos a analisar o seu surgimento e evolução e o seu regime e modalidades de cumprimento, sob uma ótica, essencialmente, de direito nacional e comunitário. Para o efeito, começaremos por realizar uma análise da titularização enquanto instrumento de financiamento estruturado, identificando as suas características nucleares e vários tipos de estruturas alternativas. De seguida, procederemos a uma descrição sumária do enquadramento legal da titularização e à delimitação dos seus sujeitos e objeto. Por fim, debruçar-nos-emos em particular sobre a obrigação de retenção de risco e estudaremos de forma aprofundada o seu regime jurídico.

¹ Sauvel, Sandrine & Shearer, David. *Securitisation – risk retention Q&A. s.d.*. Consultado em <https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/resources-and-tools/capital-markets-union/securitisation/securitisation-risk-retention-qa> a 28/05/2020

PARTE I – A Titularização

Capítulo I – Noção Geral

A titularização clássica consiste numa transação mediante a qual o titular de determinados direitos de crédito vende esses direitos de crédito a outra entidade e esta segunda entidade emite valores mobiliários representativos de dívida que são colocados junto de investidores, utilizando (a) as receitas da colocação desses valores mobiliários para pagar o preço de aquisição dos direitos de crédito ao cedente e (b) os montantes cobrados ao longo do tempo aos devedores dos direitos de crédito que adquiriu como contrapartida dos investimentos realizados nos valores mobiliários representativos de dívida que emitiu e para fazer face às despesas de montagem e gestão da operação, tais como as comissões pagas às suas contrapartes.

A definição presente no direito europeu (e, por conseguinte, no direito nacional) é, todavia, mais abrangente, pois visa submeter ao âmbito do regime jurídico da titularização um leque de estruturas mais vasto do que a clássica. Nos termos do artigo 2.º, n.º 1, do Regulamento, uma titularização será qualquer operação através do qual o risco de crédito associado a uma posição ou a um conjunto de posições em risco é dividido em tranches – isto é, segmentos do risco de crédito estabelecidos contratualmente, relativamente aos quais uma posição num desses segmentos implica um risco de crédito superior ou inferior a uma posição de igual montante num outro segmento – e relativamente à qual:

- (i) Os pagamentos dependem do desempenho dos ativos titularizados;
- (ii) A subordinação das tranches determina a distribuição das perdas durante o período de vigência da operação; e
- (iii) A operação não cria posições que possuam todas as características de um empréstimo especializado, tal como referido no artigo 147.º, n.º 8, da CRR.

De assinalar é o facto do Regulamento não exigir que seja criado e transferido qualquer direito de crédito ou outro ativo – em determinadas operações, denominadas de titularizações sintéticas, os ativos titularizados permanecem, inclusive, na esfera jurídica do seu titular.

Analisaremos, de seguida, esta e outras das estruturas com maior expressão.

Capítulo II – As Estruturas de Titularização em Especial

1. Venda a um SPV

Tal como referido *supra*, a mais comum das estruturas de titularização implica a transmissão de determinados direitos de crédito por parte de uma entidade para uma segunda entidade, a qual será, por regra, uma entidade constituída especificamente para este propósito mas independente do cedente dos créditos, de modo a que o cedente dos créditos possa desconsolidar do seu balanço os créditos transmitidos.²

Esta entidade emite valores mobiliários representativos de dívida que oferecem como contrapartida aos seus adquirentes a possibilidade de serem remunerados através das receitas obtidas através das cobranças dos créditos cedidos à entidade.

Os montantes pagos à entidade pelos investidores nesses valores mobiliários representativos de dívida são utilizados pela entidade para pagar o preço de aquisição dos direitos de crédito que lhe foram cedidos e para fazer face às despesas da operação.

2. Trusts

Esta estrutura é relativamente semelhante à anterior, contudo, ao invés dos direitos de crédito serem transmitidos para uma entidade que emite valores mobiliários representativos de dívida, são transmitidos para um *trust* em benefício dos investidores.

O *trustee*, na qualidade de entidade que administra o *trust*, emite certificados que conferem aos investidores determinados direitos sobre o *trust*, designadamente, sobre as receitas das cobranças relativas aos créditos transmitidos para o *trust*.

Em Portugal, as figuras do *trust* e do *trustee* não têm consagração legal, embora sejam relativamente frequentes noutras jurisdições da União Europeia, como a França e o Reino Unido, e nos Estados Unidos da América.³

² R. Wood, Philip. *Law and Practice of International Finance* (University ed.). 2014. s.l.: Sweet & Maxwell. p. 450

³ R. Wood, Philip. *Law and Practice of International Finance* (University ed.). 2014. s.l.: Sweet & Maxwell. p. 459

3. Subparticipações

O titular dos direitos de crédito confere subparticipações nos direitos de crédito a uma entidade que emite valores mobiliários representativos de dívida e utiliza as receitas da sua colocação junto de investidores para realizar um depósito junto do titular dos direitos de crédito subparticipados.

Esse depósito deverá ser reembolsado apenas se, e na medida em que, o titular dos direitos de crédito vá sendo capaz de cobrar os montantes em dívida relativos aos direitos de créditos subparticipados. Deste modo, o risco de crédito inerente aos direitos de crédito em questão transmitir-se-á para os investidores, uma vez que, se os devedores não pagarem os montantes em dívida ao titular dos direitos de crédito, este também não terá de reembolsar o depósito realizado pela entidade.

Do ponto de vista do investidor, esta estrutura é menos apetecível do que as anteriores porque implica exposição a um risco de crédito duplo – primeiro por parte dos devedores e, de seguida, do titular dos direitos de crédito.⁴

4. Titularização sintética

A titularização sintética consiste numa titularização em que os direitos de crédito permanecem na esfera do respetivo titular e em que a transmissão do risco de crédito é realizada por recurso a derivados de crédito ou a garantias.

Neste tipo de transações, o titular dos direitos de crédito contrata um *credit default swap* com uma entidade constituída especificamente para este propósito, mediante o qual a entidade aceita cobrir quaisquer perdas incorridas pelo titular dos direitos de crédito abrangidos pelo chamado portfólio de referência e, em contrapartida, o titular dos direitos de crédito paga um prémio à entidade, tal como se de um seguro se tratasse.

De modo a obter fundos para realizar os pagamentos a que se encontra adstrita, a entidade emite obrigações e coloca-as junto de investidores. Estes fundos são, posteriormente, investidos pela entidade em ativos de baixo risco, tais como títulos de dívida pública, e estes ativos de baixo risco são liquidados sempre que a entidade precise

⁴ R. Wood, Philip. *Law and Practice of International Finance* (University ed.). 2014. s.l.: Sweet & Maxwell. p. 459

de realizar pagamentos ao titular dos direitos de crédito ao abrigo do *credit default swap*. Em resultado, os investidores são remunerados pelos seus investimentos através do prémio pago pelo titular dos direitos de crédito e do retorno dos investimentos realizados pela entidade em ativos de baixo risco.

Por outro lado, o retorno dos investidores será menor quanto maior for o número de vezes que a entidade é chamada a suportar as perdas do portfólio de referência.⁵

Pese embora não exista uma verdadeira cessão de créditos, através da cobertura do seu risco de crédito o respetivo titular liberta uma parte do capital e fundos próprios exigidos pelas regras de supervisão prudencial.⁶

5. *Repackaging* de valores mobiliários

Um *repackaging* de valores mobiliários consiste numa operação de titularização em que o portfólio titularizado é constituído por valores mobiliários representativos de dívida ao invés de direitos de créditos.⁷

6. *Collateralized debt obligations* (CDOs)

Uma CDO é, essencialmente, um valor mobiliário cujo ativo subjacente é uma *pool* de dívida. Estas estruturas – também denominadas por *managed securitisations* – operam de modo bastante semelhante a empresas de investimento: a respetiva entidade gestora gere a *pool* comprando e vendendo posições de dívida e financia a aquisição de nova dívida através da venda de tranches da CDO a investidores.⁸

O portfólio de uma CDO pode ser constituído por diferentes direitos de crédito – no caso de CLOs – ou valores mobiliários representativos de dívida – no caso de CBOs.

⁵ R. Wood, Philip. *Law and Practice of International Finance* (University ed.). 2014. *s.l.*: Sweet & Maxwell. p. 460

⁶ Calvão da Silva, João. *Titularização de Créditos* (3.^a ed.). 2013. Coimbra: Edições Almedina, S.A.. p. 165

⁷ R. Wood, Philip. *Law and Practice of International Finance* (University ed.). 2014. *s.l.*: Sweet & Maxwell. p. 461

⁸ R. Wood, Philip. *Law and Practice of International Finance* (University ed.). 2014. *s.l.*: Sweet & Maxwell. p. 461

7. Retitularização

A retitularização consiste numa operação de titularização em que pelo menos um dos ativos titularizados é uma posição de titularização.

O Regulamento introduziu uma proibição geral a respeito das operações de retitularização por se considerar que comprometem a transparência do mercado.⁹

A partir de 1 de janeiro de 2019, só podem ser montadas operações de retitularização na União Europeia no âmbito de reestruturações ou liquidações de instituições de crédito, empresas de investimento ou instituições financeiras ou para proteção dos investidores nas posições de titularização a retitularizar caso as mesmas se encontrem em incumprimento (cfr. artigo 8.º, n.ºs 1 e 3, do Regulamento).

8. Múltiplos cedentes

Numa mesma operação, uma entidade poderá adquirir direitos de crédito por parte de múltiplos cedentes, os quais beneficiarão de ganhos de eficiência e partilha de custos.¹⁰

Capítulo III – Distinção de Figuras Afins

1. Obrigações hipotecárias

As obrigações hipotecárias são valores mobiliários representativos de dívida que conferem aos seus titulares um privilégio creditório especial sobre os ativos afetos à sua emissão para pagamento dos respetivos juros e capital.

Os ativos subjacentes às obrigações hipotecárias consistem em créditos garantidos por hipoteca, à semelhança do que se verifica a respeito das RMBS e das CMBS emitidas em operações de titularização.

Todavia, enquanto no âmbito de uma operação de titularização os ativos subjacentes são segregados do restante património do emitente e pelo reembolso da

⁹ Cfr. Considerando 8 do Regulamento

¹⁰ R. Wood, Philip. *Law and Practice of International Finance* (University ed.). 2014. s.l.: Sweet & Maxwell. p. 462

operação respondem apenas esses ativos, pelo reembolso das obrigações hipotecárias responde também o restante património do emitente, ainda que subsidiariamente.

Adicionalmente, a emissão de obrigações hipotecárias não implica uma transmissão dos créditos hipotecários para uma segunda entidade. É a instituição de crédito titular dos créditos hipotecários que emite as obrigações e é o património desta que responde pelo reembolso dos juros e do capital¹¹, o que, por regra, torna as obrigações hipotecárias um investimento mais seguro do que uma operação de titularização e, consequentemente, com retorno inferior.

2. *Factoring*

O *factoring*, também denominado de cessão financeira, consiste na antecipação de receitas através da venda de créditos comerciais de curto prazo.

Tal como numa operação de titularização, os créditos transmitem-se da esfera do seu titular para uma segunda entidade, a qual pagará um preço com desconto pela sua aquisição. Esta segunda entidade poderá financiar o pagamento desse preço através de uma multiplicidade de meios, incluindo a emissão de obrigações.¹² Não obstante, pelas obrigações que o *factor* emita responderá todo o seu património e não apenas os créditos cedidos, enquanto património autónomo e/ou segregado.

Adicionalmente, no caso do *factoring* é permitido ao cedente garantir o pagamento dos créditos cedidos – o chamado *recourse factoring* – embora, em determinados ordenamentos jurídicos, esta circunstância seja suscetível de resultar numa requalificação da transação, uma vez que, em última análise, será o património do cedente que responderá pelo crédito, o que, na prática, coloca o *recourse factoring* na próxima da fronteira com os financiamentos clássicos.

Capítulo IV – A Atratividade da Figura

De análise até então desenvolvida, identificámos já algumas das características da

¹¹ Calvão da Silva, João. *Titularização de Créditos* (3.^a ed.). 2013. Coimbra: Edições Almedina, S.A.. p. 154

¹² Calvão da Silva, João. *Titularização de Créditos* (3.^a ed.). 2013. Coimbra: Edições Almedina, S.A.. p. 164

titularização que contribuíram para que, ao longo das últimas quatro décadas, se tenham assumido como instrumento de relevo nos mercados financeiros internacionais:

- (i) O cedente consegue antecipar as receitas relativas aos créditos cedidos;
- (ii) Os ativos titularizados constituem património segregado e não respondem por quaisquer outras dívidas da entidade cedente ou da entidade emitente das posições de titularização;
- (iii) O risco de crédito sai da esfera do cedente e transmite-se para os investidores nas posições de titularização; e
- (iv) Caso as regras contabilísticas assim o permitam, o cedente poderá desconsolidar do seu balanço os créditos titularizados.¹³

A capacidade de concessão de crédito do cedente sai da operação significativamente reforçada, uma vez que dispõe de maior liquidez e liberta fundos próprios para concessão de crédito adicional.

Por outro lado, a titularização proporciona oportunidades de investimento adicionais e confere aos investidores o acesso a segmentos de negócio a que, por regra, não teriam acesso – é o investidor, e não o mutuante original, que fica exposto ao risco de crédito do devedor. A titularização estabelece assim a ponte entre os devedores e os mercados financeiros, função que se encontra tradicionalmente reservada às instituições de crédito e a um reduzido número de outras instituições autorizadas.

Em resultado do exposto, a titularização apresenta-se como um meio de diversificação das fontes de financiamento da economia real e, consequentemente, um fator de competitividade dos mercados.¹⁴

PARTE II – O Regime Jurídico da Titularização: Principais Aspetos

Capítulo I – Fontes Nacionais e Comunitárias

O Regulamento constitui a pedra de base da regulação das operações de titularização a nível europeu. Apesar de ter entrado em vigor a 17 de janeiro de 2018, as

¹³ R. Wood, Philip. *Law and Practice of International Finance* (University ed.). 2014. s.l.: Sweet & Maxwell. p. 456

¹⁴ Cfr. Considerando 4 do Regulamento

suas disposições apenas se aplicam a operações de titularização emitidas a partir de 1 de janeiro de 2019 ou a operações de titularização anteriores no âmbito das quais sejam emitidas novas posições de titularização a partir de tal data.

O direito comunitário complementa o Regulamento com uma série de outros diplomas e atos delegados, entre os quais destacamos, pela sua relevância para o tema, o Regulamento (UE) 2017/2401 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro de 2017, aprovado em simultâneo com o Regulamento e que vem alterar a CRR no que toca ao tratamento prudencial das operações de titularização, e o Regulamento Delegado, o qual analisaremos em detalhe ao longo da Parte III deste trabalho.

Em Portugal, o regime jurídico da titularização encontra-se previsto pela Lei da Titularização, tal como alterada e republicada.

De referir são, também, o Decreto-Lei n.º 219/2001, de 4 de agosto, que estabelece o regime fiscal das operações de titularização de créditos, e os atos regulatórios do BdP e da CMVM, entre os quais a Instrução do BdP n.º 7/2019, tal como alterada pela Instrução do BdP n.º 1/2020, e os Regulamentos da CMVM n.º 2/2002 e 12/2002, tal como alterados pelo Regulamento da CMVM n.º 4/2020.

O elenco de diplomas a que nos referimos não pretende ser exaustivo, mas um ponto de partida para o enquadramento jurídico das matérias sobre as quais nos debruçamos.

Capítulo II – Cessão para Efeitos de Titularização

À exceção da titularização sintética, em que não se verifica uma transmissão de créditos mas sim do risco de crédito subjacente, a operação de titularização inicia-se com a transferência de créditos para a entidade que irá emitir as posições de titularização.

Para que o cedente possa desconsolidar os créditos do seu balanço, a cessão deverá constituir uma *true sale* – uma cessão efetiva, completa e verdadeira, não sujeita a condição, termo¹⁵ ou *clawback* em caso de insolvência do cedente¹⁶, e que resulta numa transferência definitiva de parte significativa dos riscos dos ativos cedidos¹⁷ nos termos do artigo 244.º da CRR. A *true sale* será, por regra, objeto de confirmação através da

¹⁵ Calvão da Silva, João. *Titularização de Créditos* (3.ª ed.). 2013. Coimbra: Edições Almedina, S.A.. p. 40

¹⁶ Cfr. Considerando 22 do Regulamento

¹⁷ Calvão da Silva, João. *Titularização de Créditos* (3.ª ed.). 2013. Coimbra: Edições Almedina, S.A.. p. 40

legal opinion emitida pelos assessores jurídicos da operação.

Capítulo III – Elemento Objetivo: O Objeto da Titularização

1. Ativos suscetíveis de titularização

Uma operação de titularização pode ter subjacentes uma multiplicidade de ativos, tais como crédito imobiliário habitacional ou não-habitacional, crédito ao consumo, crédito automóvel, crédito em cartão, crédito estudantil, rendas de *leasing*, rendas de imóveis, créditos comerciais, *royalties* e outros direitos de propriedade intelectual, *cash flows* de exploração de infraestruturas públicas (ex: portagens em autoestradas), créditos derivados do fornecimento de serviços essenciais (ex: luz e gás), direitos de transmissão televisiva (ex: jogos de futebol), créditos tributários, receitas do Estado, matérias-primas (ex: barris de petróleo), prémios de lotaria, *inter alia*.¹⁸ Em teoria, qualquer tipo de ativo pode ser titularizado¹⁹ desde que seja suscetível de resultar num fluxo monetário.

Relevante é que seja assegurado um determinado grau de homogeneidade entre os ativos cedidos, uma vez que ativos com características semelhantes contribuem para uma diminuição considerável da complexidade financeira da transação o que a tornará mais apetecível para o mercado e facilitará a obtenção de um *rating* aceitável.²⁰ Para o efeito, em cada operação de titularização são definidos critérios de elegibilidade que restringem o âmbito dos ativos que poderão ser alocados ao portfólio consoante as características destes, como por exemplo a concentração geográfica dos ativos.

O número de ativos que constituem a operação varia consoante o tipo de ativo subjacente: será usual verificar-se um leque de 5.000 a 10.000 ativos em titularizações de crédito imobiliário habitacional, 20.000 em titularizações de crédito ao consumo ou crédito automóvel e entre 50 a 100 em titularizações de crédito a empresas.²¹

¹⁸ Calvão da Silva, João. *Titularização de Créditos* (3.^a ed.). 2013. Coimbra: Edições Almedina, S.A.. p. 178

¹⁹ R. Wood, Philip. *Law and Practice of International Finance* (University ed.). 2014. s.l.: Sweet & Maxwell. p. 454

²⁰ Calvão da Silva, João. *Titularização de Créditos* (3.^a ed.). 2013. Coimbra: Edições Almedina, S.A.. p. 90

²¹ R. Wood, Philip. *Law and Practice of International Finance* (University ed.). 2014. s.l.: Sweet & Maxwell. p. 454

2. Requisitos do ativo subjacente

Sem prejuízo do vasto leque de ativos suscetíveis de serem titularizados, a Lei da Titularização procura mitigar os riscos inerentes a titularizações de ativos de qualidade duvidosa e ao desfasamento entre os fluxos monetários esperados e os montantes a pagar aos investidores na operação através da introdução dos seguintes requisitos cumulativos:

- (i) A transmissibilidade dos ativos não poderá encontrar-se sujeita a restrições legais ou convencionais (cfr. artigo 4.º, n.º 1, al. a), da Lei da Titularização);
- (ii) Deverá ser possível estimar e quantificar, com recurso a modelos estatísticos, os fluxos monetários resultantes dos ativos (cfr. artigo 4.º, n.º 1, al. b), da Lei da Titularização);
- (iii) O cedente deverá estar em condições de garantir a existência e a exigibilidade dos ativos (cfr. artigo 4.º, n.º 1, al. c), da Lei da Titularização). Em particular, os ativos não poderão encontrar-se sujeitos a condições suspensivas ou resolutivas, salvo se constituírem créditos do Estado e da Segurança Social (cfr. artigo 4.º, n.º 2, da Lei da Titularização); e
- (iv) Os ativos não poderão ser objeto de litígio, encontrar-se dados em garantia ou terem sido judicialmente penhorados ou apreendidos (cfr. artigo 4.º, n.º 1, al. d), da Lei da Titularização), salvo se constituírem créditos do Estado e da Segurança Social (cfr. artigo 4.º, n.º 2, da Lei da Titularização).

A Lei da Titularização admite, também, a titularização de créditos futuros, desde que emergentes de relações jurídicas existentes e de montante conhecido ou estimável (cfr. artigo 4.º, n.º 3, da Lei da Titularização).

A entrada em vigor do Regulamento trouxe consigo um requisito adicional quanto aos ativos a titularizar (cfr. artigo 6.º, n.º 2, do Regulamento): os cedentes não podem selecionar os ativos a titularizar com o objetivo de tornar as perdas sobre os ativos titularizados superiores às perdas ocorridas a respeito de ativos comparáveis detidos em balanço pelo cedente, avaliadas durante um período de quatro anos.

Caso se verifiquem indícios da violação deste requisito, os ativos titularizados serão sujeitos a um teste de comparabilidade com os ativos detidos em balanço pelo cedente. Confirmando-se a disparidade entre o desempenho de ambos, o cedente poderá ser alvo de sanções ao abrigo dos artigos 32.º e 33.º do Regulamento.

Não obstante, o Considerando 11 do Regulamento e o artigo 16.º dos Novos RTS abrem a porta à possibilidade de seleção de ativos para titularização com desempenho inferior aos ativos em balanço sem que se considere existir uma violação do artigo 6.º, n.º 2, do Regulamento, caso tal seja devidamente comunicado aos investidores. As titularizações de NPLs são um exemplo disto mesmo.

Capítulo IV – Elemento Subjetivo: Os Intervenientes na Titularização

Nos termos do Regulamento e da Lei da Titularização, apenas as entidades que de seguida se elencam poderão ser intervenientes em operações de titularização.

1. As EOET

As EOETs são entidades cuja atividade consiste na realização de operações de titularização através da aquisição dos ativos e da emissão de posições de titularização (cfr. artigo 2.º, n.º 2, do Regulamento).

O ordenamento jurídico português permite que as EOETs possam assumir um de dois tipos: FTCs ou STCs (cfr. artigo 2.º, n.º 1, da Lei da Titularização). Apenas as entidades que assumam um destes dois tipos podem ser cessionárias de créditos para titularização (cfr. artigo 3.º da Lei da Titularização).

Os FTCs e as STCs são objeto de regulação específica ao abrigo da Lei da Titularização. Ambos possibilitam a segregação dos ativos titularizados do património do cedente e de outro património que possam deter ou, no caso dos FTCs, de outro património que a respetiva SGFCT possa deter.

2. Os mutuantes iniciais

O mutuante inicial é a entidade que originalmente celebrou o contrato que deu origem às posições objeto de titularização (cfr. artigo 2.º, n.º 20, do Regulamento e artigo 2.º, n.º 1, da Lei da Titularização).

3. Os cedentes

Os cedentes são as entidades que dão início à operação de titularização através da transmissão dos ativos a titularizar para a EOET (cfr. artigo 2.º, n.º 3, do Regulamento).

O rol destas entidades pode incluir, entre outros, o Estado e demais pessoas coletivas públicas, as instituições de crédito, as sociedades financeiras, as empresas de investimento, as empresas de seguros, os fundos de pensões e as sociedades gestoras de fundos de pensões, tal como clarifica o artigo 2.º, n.º 1, al. b), da Lei da Titularização.

Embora, frequentemente, a qualificação como mutuante inicial e como cedente se confundam na mesma entidade, tal poderá não se verificar caso os ativos titularizados tenham sido objeto de uma cessão adicional anteriormente à cessão para titularização (cfr. artigo 2.º, n.º 3, al. b), do Regulamento).

Por este motivo, era frequente verificar-se a intermediação de vendas de ativos para titularização entre a entidade que os pretende titularizar e a EOET por veículos constituídos especificamente para este efeito que, como tal, passavam a qualificar-se como cedentes e tornavam-se elegíveis para a retenção de risco.

Como veremos, a retenção de risco tem como objetivo primordial o alinhamento de interesses entre os originadores e os patrocinadores e os investidores na titularização, o que não se verifica caso o risco seja retido por um veículo constituído especificamente para este fim. Para fazer face a este *loophole*, o Regulamento introduziu o *sole purpose test* no seu artigo 6.º, n.º 1: uma entidade não é considerada cedente caso tenha sido constituída ou opere com o único propósito de titularizar posições em risco.

O artigo 3.º, n.º 6, dos Novos RTS vem desenvolver os critérios deste *sole purpose test*. Embora, à presente data, os Novos RTS não hajam sido ainda adotados, estes conferem já orientações robustas para análise desta matéria.

4. Os patrocinadores

Um patrocinador é uma instituição de crédito ou uma empresa de investimento distinta do cedente que estabelece e gere uma operação de titularização no âmbito da qual adquire posições em risco a entidades terceiras ou que apenas estabelece a operação de titularização e delega a sua gestão numa outra entidade autorizada para o efeito (cfr. artigo

2.º, n.º 5, do Regulamento e artigo 2.º, n.º 1, al. c), da Lei da Titularização).

O Regulamento alterou a definição de patrocinador de modo a confirmar que qualquer instituição de crédito pode atuar como patrocinador independentemente de se encontrar estabelecida na União Europeia e que qualquer empresa de investimento pode atuar como patrocinador independentemente de se encontrar sujeita às regras da CRR.

5. Os gestores de créditos

O gestor de créditos é uma entidade mandatada para intervir nas relações com os devedores e, em seu nome, assegurar a boa gestão dos créditos e das respetivas garantias, os serviços de cobrança e os serviços administrativos relativos aos créditos e praticar quaisquer atos conservatórios, modificativos e extintivos relativos às garantias (cfr. artigo 2.º, n.º 13, do Regulamento e artigo 5.º, n.º 1, da Lei da Titularização).

Quando uma operação conta com intervenção de um patrocinador, o gestor de créditos será o patrocinador ou uma entidade subcontratada por este para o efeito (cfr. artigo 2.º, n.º 1, al. d), para. (ii), da Lei da Titularização).

Nos casos em que a operação não conta com intervenção de um patrocinador:

- (i) Se o cedente for instituição de crédito, sociedade financeira, empresa de seguros, fundo de pensões ou sociedade gestora de fundos de pensões, o cedente deverá assegurar a gestão dos créditos (cfr. artigos 2.º, n.º 1, al. d), para (i), e 5.º, n.º 1, da Lei da Titularização); e
- (ii) Nas restantes situações, a gestão dos créditos poderá ser assegurada pelo cessionário, pelo cedente ou por entidade terceira idónea (cfr. artigos 2.º, n.º 1, al. d), para (i), e 5.º, n.º 2, da Lei da Titularização).

6. As entidades independentes

As entidades independentes referidas no artigo 2.º, n.º 1, da Lei da Titularização são entidades que realizam uma verificação externa de uma amostra das posições em risco subjacentes a uma operação de titularização, que inclui a verificação de que os dados divulgados a respeito das posições em risco são exatos, nos termos dos artigos 22.º, n.º 2, e 26.º, n.º 1, do Regulamento.

7. Os terceiros autorizados

Os terceiros autorizados são entidades autorizadas para prestar um serviço de verificação de conformidade de operações de titularização com os critérios STS. Merecem referência expressa nos artigos 27.º, n.º 2, e 28.º do Regulamento e no artigo 2.º, n.º 1, da Lei da Titularização.

O recurso a terceiros autorizados não afasta a responsabilidade dos cedentes, patrocinadores e investidores institucionais pela verificação do cumprimento dos critérios STS, contudo, servirá para aumentar a confiança na correta qualificação STS de uma determinada operação e no mercado de titularizações STS no geral.

PARTE III – A Retenção de Risco em Operações de Titularização

Capítulo I – A Evolução Histórica da Obrigação de Reter o Risco

1. A origem do instituto

Nos anos que antecederam a crise financeira, a concessão de crédito com base num modelo de *originate to distribute* era um fenómeno frequente – os originadores concediam crédito tendo em vista a sua subsequente titularização. Este modelo de *originate to distribute* permitia aos originadores emprestarem dinheiro quase sem risco, uma vez que a sua exposição ao risco de crédito era transferida de forma integral e quase de imediato através da cessão dos créditos concedidos a veículos para titularização. Deste modo, os originadores tinham o conforto de não se preocuparem com a qualidade dos créditos que concediam, mas apenas com o volume dos mesmos.²²

Devido a esta reduzida exposição ao risco de crédito, os originadores foram gradualmente diminuindo os seus esforços de *screening* e de *monitoring* sobre os créditos que concediam e expandindo o seu portfólio de clientes a mutuários de elevado risco.²³

²² Sauvel, Sandrine & Shearer, David. *Securitisation – risk retention Q&A. s.d.*. Consultado em <https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/resources-and-tools/capital-markets-union/securitisation/securitisation-risk-retention-qa> a 28/05/2020

²³ Kaptan, Metin. *On the Optimal Design of Risk Retention on Securitisation*. 2011. Consultado em

Esta circunstância evidencia a existência de um conflito fundamental entre os interesses do originador e dos patrocinadores e os interesses dos investidores na titularização, uma vez que, caso os créditos entrem em incumprimento após serem titularizados, o respetivo risco de crédito corre exclusivamente por conta dos investidores. Este conflito fundamental de interesses é frequentemente tido como uma das barreiras à total recuperação dos níveis de capitalização e liquidez do mercado das titularizações.²⁴

Desde a crise financeira, autoridades regulatórias por todo o mundo procuraram resolver o problema do desalinhamento entre os interesses dos originadores e dos patrocinadores e os interesses dos investidores. Uma das medidas com maior notoriedade foi a implementação de uma obrigação de reter parte do risco de crédito das posições cedidas para titularização e, deste modo, manter alguma *skin in the game*.

A figura da retenção de risco ganhou tração quando, em 2009, o G20 solicitou ao Comité de Basileia de Supervisão Bancária a ponderação de requisitos quantitativos de retenção do risco pelos originadores ou patrocinadores.²⁵

Também a IOSCO recomendava, no seu relatório publicado em setembro de 2009 e denominado *Unregulated Financial Markets and Products*, que fosse considerada a introdução de uma obrigação de retenção de risco relativamente a posições titularizadas.²⁶

Nos Estados Unidos da América, a SEC propôs a introdução de uma obrigação de retenção de risco em abril de 2010 no âmbito da proposta Regulation AB II, mas foi com a aprovação do Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act em julho de 2010 que esta obrigação se consubstanciou no ordenamento jurídico americano.²⁷ A obrigação de retenção de risco entrou definitivamente em vigor nos Estados Unidos da América a 24 de dezembro de 2015 para titularizações de crédito imobiliário habitacional e a 24 de dezembro de 2016 para as restantes operações de titularização.²⁸

<https://ssrn.com/abstract=1923075> a 28/05/2020. pp. 1 e 2

²⁴ Cfr. Secção “*Draft cost-benefit analysis / impact assessment*” dos Novos RTS

²⁵ Calvão da Silva, João. *Titularização de Créditos* (3.ª ed.). 2013. Coimbra: Edições Almedina, S.A.. p. 211

²⁶ European Banking Authority. *EBA Report on Securitisation Risk Retention, Due Diligence and Disclosure*. 2014. Consultado em <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/534414/b152ba27-9a02-4d82-82a0-e05c8123a7df/Securitisation%20Risk%20Retention%20Report.pdf?retry=1> a 28/05/2020. p. 9

²⁷ Kaptan, Metin. *On the Optimal Design of Risk Retention on Securitisation*. 2011. Consultado em <https://ssrn.com/abstract=1923075> a 28/05/2020. p. 2

²⁸ European Banking Authority. *EBA Report on Securitisation Risk Retention, Due Diligence and Disclosure under Article 410(1) of the CRR*. 2016. Consultado em <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1359456/b8e21666-1a75-4e59->

Na União Europeia, como veremos, a retenção de risco chegou mais cedo.

2. A consagração no direito europeu

No seguimento da declaração dos líderes do G20, as regras de retenção de risco foram consagradas no direito europeu através da aprovação da CRD II, que previa a obrigação em apreço no novo artigo 122.º-A que introduzia com a sua alteração à CRD I, e da publicação das Guidelines to Article 122-A of the Capital Requirements Directive do Comité Bancário Europeu.²⁹

As regras do artigo 122.º-A vigoraram entre 1 de janeiro de 2011 e 1 de janeiro de 2014, data na qual foram substituídas pela Parte V da CRR.

Tendo em consideração que o âmbito de aplicação subjetivo da CRR se encontra limitado a instituições de crédito e empresas de investimento, requisitos semelhantes foram introduzidos no Regulamento Delegado (UE) 231/2013 da Comissão, de 19 de dezembro de 2012, aplicável a fundos de investimento alternativos, e no Regulamento Delegado (UE) 2015/35 da Comissão, de 10 de outubro de 2014, aplicável a empresas que atuam no ramo dos seguros ou dos resseguros. Uma vez que estes três diplomas abrangem a grande maioria dos investidores em operações de titularização, as regras da retenção de risco estendiam-se a virtualmente todas as operações no mercado.³⁰

Ao abrigo do mandato conferido pelo artigo 410.º da CRR, a EBA publicou, no final de 2013, um conjunto de normas técnicas regulamentares (RTS) e de implementação (ITS) desenvolvendo, *inter alia*, o regime da retenção de risco da CRR.

Os RTS on the Retention of Net Economic Interest and other Requirements relating to Exposures to Transferred Credit Risk e os ITS relating to the Convergence of Supervisory Practices with regard to the Implementation of Additional Risk Weights da

a04c-e8ad1b6c9606/EBA-OP-2016-06%20Report%20on%20Securitisation%20Risk%20Retention%20Due%20Diligence%20and%20Disclosure.pdf?retry=1 a 28/05/2020. p. 6

²⁹ European Banking Authority. *EBA Report on Securitisation Risk Retention, Due Diligence and Disclosure under Article 410(1) of the CRR*. 2016. Consultado em <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1359456/b8e21666-1a75-4e59-a04c-e8ad1b6c9606/EBA-OP-2016-06%20Report%20on%20Securitisation%20Risk%20Retention%20Due%20Diligence%20and%20Disclosure.pdf?retry=1> a 28/05/2020. p. 6

³⁰ Sauvel, Sandrine & Shearer, David. *Securitisation – risk retention Q&A. s.d.*. Consultado em <https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/resources-and-tools/capital-markets-union/securitisation/securitisation-risk-retention-qa> a 28/05/2020

EBA foram subsequentemente adotados pela Comissão Europeia através do Regulamento Delegado, o qual entrou em vigor em julho de 2014.

O regime europeu da retenção de risco permaneceu relativamente inalterado até dezembro de 2017, com a publicação do Regulamento e do Regulamento (UE) 2017/2401 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro de 2017. O primeiro veio consolidar num único documento as normas relativas às operações de titularização de créditos. O segundo veio introduzir na CRR as alterações necessárias para a sua harmonização com as disposições do Regulamento.

Uma das alterações à CRR introduzidas pelo Regulamento (UE) 2017/2402 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro de 2017, foi a revogação da sua Parte V – as regras de retenção de risco passariam agora a constar do Regulamento.

Como referido, não obstante a entrada em vigor do Regulamento a 1 de janeiro de 2019, as transações já em curso nessa data continuam sujeitas às regras constantes da Parte V da CRR, a menos que novas posições de titularização sejam emitidas.

O artigo 6.º, n.º 7, do Regulamento atribui um mandato à EBA para o desenvolvimento de novas normas técnicas regulamentares, tendo estas sido publicadas pela EBA a 31 de julho de 2018. Não obstante a sua publicação, os Novos RTS não foram ainda formalmente adotados pela Comissão Europeia.

Deste modo, as regras de retenção de risco encontram-se atualmente previstas no Regulamento, complementado pelas disposições do Regulamento Delegado. Sem prejuízo, as alterações introduzidas pelos Novos RTS serão abordadas onde relevante e objeto de tratamento autónomo no final deste trabalho.

3. O paradigma português

Nas operações de titularização realizadas em Portugal, o regime da retenção de risco a observar é o regime vertido no Regulamento e no Regulamento Delegado, não existindo qualquer regulação nacional sobre o tema – o que, diga-se, seria de evitar devido à aplicabilidade direta dos referidos instrumentos e à inegável atratividade comercial de um regime europeu harmonizado face a especificidades de regimes nacionais.

Capítulo II – O Regime Jurídico da Retenção de Risco

1. A obrigação de reter o risco

Nos termos do artigo 6.º, n.º 1, do Regulamento, o cedente, o patrocinador ou o mutuante inicial deverá manter uma exposição de 5% ao risco de crédito dos ativos titularizados em cada operação de titularização. Este requisito abrange todas as situações às quais seja aplicável a substância económica de uma titularização, independentemente das estruturas ou instrumentos jurídicos utilizados.

Para efeitos do cálculo da retenção, o interesse económico líquido é medido na data de emissão dos valores mobiliários, sendo esta considerada como o momento em que os ativos são titularizados (cfr. artigos 6.º, n.º 1, do Regulamento e 10.º, n.º 1, al. a), do Regulamento Delegado). Neste cálculo deverão ser observados os seguintes critérios:

- (i) O interesse económico líquido a reter é apurado por referência ao valor nominal da titularização, tendo por base os valores nominais dos ativos titularizados e não o seu valor de aquisição (cfr. artigos 6.º, n.º 1, do Regulamento e 10.º, n.º 1, al. b), do Regulamento Delegado) – caso contrário, a exposição retida poderia ter um peso negligenciável em operações cujos ativos subjacentes tenham sido adquiridos com desconto elevado (pense-se, por exemplo, em titularizações de portfólios de NPLs);
- (ii) O excedente de fluxos de caixa – os fluxos de proveitos financeiros e outras remunerações recebidas relativamente às posições em risco titularizadas, líquidos de custos e de despesas (cfr. artigo 1.º, al. b), dos Novos RTS) – não deverá ser tido em consideração na determinação do interesse económico líquido a reter (cfr. artigo 10, n.º 1, al. c), do Regulamento Delegado); e
- (iii) No que toca a linhas de crédito, a determinação do interesse económico líquido a reter deve ter por base apenas os montantes já mobilizados, realizados ou recebidos e deve ser ajustada em conformidade com as alterações a esses montantes (cfr. artigo 11.º do Regulamento Delegado).

A retenção deverá manter-se numa base contínua até que todas as posições (não retidas) emitidas no âmbito da operação em questão se encontrem amortizadas.

Durante esse período, o interesse económico líquido a reter deverá manter-se

constante, não sendo renovado ou reajustado à medida que forem sendo observadas perdas nas posições em risco transferidas ou afetas perdas à posição do retentor (cfr. artigo 10.º, n.º 2, do Regulamento Delegado). Contudo, a operação não deverá ser estruturada de modo a que o interesse económico líquido retido sofra uma redução mais acelerada do que o interesse económico líquido transferido ou de modo a que a amortização ou reembolso do interesse económico líquido retido o vá tornar inferior a 5% do interesse económico líquido global da operação ao longo da sua vida.

O interesse económico líquido retido não poderá ser vendido ou transferido, designadamente, através de qualquer tipo de instrumento de cobertura ou de mitigação de risco de crédito (cfr. artigos 2.º e 12.º, n.º 1, 1.ª parte, do Regulamento Delegado).

Isto não significa que a operação não possa beneficiar do uso de instrumentos de cobertura ou de mitigação de risco de crédito. Contudo, apenas serão permitidos na medida em que não cubram a entidade contra o risco retido ao abrigo do artigo 6.º do Regulamento (cfr. artigo 12.º, n.º 1, 2.ª parte, do Regulamento Delegado).

Naturalmente, os ativos titularizados poderão também ser objeto de instrumentos de cobertura ou de mitigação de risco de crédito. Todavia, tal não deve resultar numa diferenciação entre o risco de crédito do interesse económico retido e o risco de crédito do interesse económico transferido.³¹

As restrições à utilização de instrumentos de cobertura ou de mitigação de risco de crédito não deverão abranger mais do que 5% do interesse líquido económico global da operação, mesmo nos casos em que o retentor se encontre exposto ao risco de crédito de uma percentagem superior do interesse económico líquido da operação.³²

No que toca à utilização das posições em risco ou posições de titularização retidas como garantia em operações de financiamento, a mesma é permitida apenas na estrita medida em que o risco de crédito dessas posições não seja transferido para terceiros (cfr. artigo 2.º do Regulamento Delegado).

2. Âmbito de aplicação objetivo

O artigo 6.º do Regulamento aplicar-se-á a qualquer operação que se qualifique

³¹ Cfr. Considerando 8 dos Novos RTS

³² Cfr. Considerando 8 dos Novos RTS

como uma operação de titularização através do preenchimento dos critérios previstos no artigo 2.º, n.º 1, do Regulamento. Significa isto que o cedente, o patrocinador ou o mutuante inicial em qualquer operação tradicional ou sintética que implique uma transferência de risco de crédito dividido em tranches deverá manter, de forma contínua, um interesse económico líquido substancial na titularização não inferior a 5%.

As operações de retitularização, em que se verifica uma transmissão do risco de crédito em ambos os níveis da operação (primeiro quanto aos ativos titularizados e segundo quanto às posições de titularização retitularizadas), também se encontram abrangidas por esta obrigação, sendo que a retenção de risco deverá verificar-se também a ambos os níveis, isto é, ao nível do interesse económico sobre os ativos titularizados e do interesse económico sobre as posições objeto de retitularização.³³ Nos termos do artigo 2.º, n.º 3, do Regulamento Delegado, no contexto de uma retitularização considerar-se-á que uma entidade fica exposta apenas ao risco de crédito relativo às posições de retitularização. Deste modo, no contexto de uma retitularização a entidade não conseguirá cumprir com as suas obrigações de retenção de risco meramente através da exposição ao risco de crédito das posições de titularização retitularizadas.

O artigo 6.º do Regulamento contém nos seus n.ºs 5 e 6 exceções à aplicação da obrigação de reter o risco prevista no seu n.º 1 para alguns casos particulares.

O primeiro desses casos diz respeito à titularização de posições que resultem numa exposição ao risco de crédito de governos centrais ou regionais, bancos centrais, autoridades locais, entidades do setor público dos Estados-Membro, instituições com ponderação de risco igual ou inferior a 50% (nos termos da Parte III, Título II, Capítulo 2, da CRR), bancos multilaterais de desenvolvimento e bancos ou instituições de fomento nacionais. A referência a bancos ou instituições de fomento nacionais representa uma inovação legislativa do Regulamento face aos preceitos da Parte V da CRR.

O segundo desses casos diz respeito à titularização de posições que resultem numa exposição a risco de crédito garantido total, incondicional e irrevogavelmente por alguma das entidades referidas. A ideia subjacente é que o risco de crédito destas entidades é negligenciável pelo que não fará sentido exigir a sua retenção. Em boa verdade, não são estes créditos que estão subjacentes aos modelos de *originate to distribute*.

O terceiro caso refere-se a operações baseadas num índice claro, transparente,

³³ Cfr. Considerando 3 dos Novos RTS

acessível e cujas entidades de referência subjacentes (i) sejam idênticas às que compõem um índice com negociação frequente ou (ii) constituam outros valores mobiliários negociáveis que não se qualifiquem como posições de titularização. Consideram-se abrangidas por este preceito as posições de titularização que façam parte de uma carteira de negociação de correlação e que preencham os requisitos do artigo 338, n.º 1, al. b, para. (ii), da CRR, ou que sejam elegíveis para inclusão na negociação de correlação (cfr. artigo 13.º do Regulamento Delegado).

Questionada sobre se as exceções dos n.ºs 5 e 6 do artigo 6.º do Regulamento abrangem todas as situações em que será desejável não exigir uma retenção de risco, a EBA demonstrou receio de que o alargamento deste leque se traduzisse num aumento de possibilidades da sua utilização abusiva.³⁴

3. Âmbito de aplicação subjetivo

Como vimos, antes da entrada em vigor no Regulamento a obrigação de retenção de risco já havia sido consagrada no direito europeu. Estas normas, contudo, estabeleciam uma abordagem indireta que tinha como sujeitos os investidores institucionais europeus: caso os originadores, patrocinadores e mutuantes iniciais não cumprissem com a sua obrigação de retenção de risco, os investidores institucionais europeus não conseguiriam cumprir os seus deveres de *due diligence* ao investir nas respetivas titularizações.

A abordagem indireta visava garantir que os investidores institucionais europeus se resguardavam de operações estabelecidas com base em modelos de *originate to distribute*, incentivando-os a realizar uma *due diligence* adequada antes de investir em operações de titularização. De acordo com a EBA, isto poderia, inclusive, contribuir para uma maior sofisticação e educação dos investidores europeus.³⁵

A abordagem indireta possui também as vantagens de alargar o âmbito de aplicação

³⁴ European Banking Authority. *EBA Report on Securitisation Risk Retention, Due Diligence and Disclosure under Article 410(1) of the CRR*. 2016. Consultado em <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1359456/b8e21666-1a75-4e59-a04c-e8ad1b6c9606/EBA-OP-2016-06%20Report%20on%20Securitisation%20Risk%20Retention%20Due%20Diligence%20and%20Disclosure.pdf?retry=1> a 28/05/2020. p. 21

³⁵ European Banking Authority. *EBA Report on Securitisation Risk Retention, Due Diligence and Disclosure*. 2014. Consultado em <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/534414/b152ba27-9a02-4d82-82a0-e05c8123a7df/Securitisation%20Risk%20Retention%20Report.pdf?retry=1> a 28/05/2020. p. 15

da norma para além dos originadores, patrocinadores e mutuantes iniciais abrangidos pela CRR, uma vez que, apesar das regras do direito europeu não poderem obrigar entidades sediadas fora da União Europeia a reter o risco, estas teriam de o fazer caso pretendessem captar investimento europeu nas suas operações.

O ónus de garantir que a retenção de risco foi efetuada recaía, assim, totalmente sobre os investidores (sem prejuízo da prática de mercado consistir na inclusão de determinadas declarações e garantias nos documentos da operação por parte dos originadores, patrocinadores ou mutuantes iniciais)³⁶, o que colocava um peso adicional sobre si, não tendo estes sequer acesso direto à informação de que necessitam para efetuar tal verificação. Esta preocupação foi, ademais, demonstrada pelos *stakeholders* do mercado nas respostas ao questionário da EBA sobre os requisitos de retenção de risco, *due diligence* e transparência.³⁷

Em 2014, a EBA recomendou a implementação de uma abordagem direta, que obrigasse os cedentes, patrocinadores e mutuantes iniciais abrangidos pela CRR a cumprir com a obrigação de retenção de risco em todas as titularizações em que intervenham e a divulgar de que modo se verificou o cumprimento.³⁸ Esta abordagem direta seria um complemento à abordagem indireta já em vigor.

Embora a abordagem direta acarrete, inevitavelmente, custos adicionais para os cedentes, patrocinadores e mutuantes iniciais, contribui para um menor nível de incerteza na ótica do investidor e para a redução dos seus encargos de *compliance*.

A recomendação da EBA foi acolhida e a entrada em vigor do Regulamento implementou este modelo dual. Por um lado, a abordagem direta exige que os cedentes, patrocinadores e mutuantes iniciais abrangidos pelo Regulamento cumpram com a obrigação de reter o risco. Por outro, a abordagem indireta exige aos investidores institucionais que verifiquem tal cumprimento, mesmos nos casos em que o cedente,

³⁶ Sauvel, Sandrine & Shearer, David. *Securitisation – risk retention Q&A. s.d.*. Consultado em <https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/resources-and-tools/capital-markets-union/securitisation/securitisation-risk-retention-qa> a 28/05/2020

³⁷ European Banking Authority. *EBA Report on Securitisation Risk Retention, Due Diligence and Disclosure*. 2014. Consultado em <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/534414/b152ba27-9a02-4d82-82a0-e05c8123a7df/Securitisation%20Risk%20Retention%20Report.pdf?retry=1> a 28/05/2020. p. 16

³⁸ European Banking Authority. *EBA Report on Securitisation Risk Retention, Due Diligence and Disclosure*. 2014. Consultado em <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/534414/b152ba27-9a02-4d82-82a0-e05c8123a7df/Securitisation%20Risk%20Retention%20Report.pdf?retry=1> a 28/05/2020. p. 17

patrocinador e o mutuante inicial não estejam abrangidos pelo âmbito do Regulamento.

Analisaremos, de seguida, a aplicação subjetiva das regras de retenção de risco ao abrigo de cada uma destas abordagens.

3.1. Abordagem direta

Nos termos do Regulamento, o risco deverá ser retido pelo cedente, patrocinador ou mutuante inicial de cada operação de titularização (cfr. artigo 6.º, n.º 1, do Regulamento). Naturalmente, apenas estão abrangidos pelo âmbito da norma os cedentes, patrocinadores e mutuantes iniciais estabelecidos na União Europeia e que, como tal, se encontram sujeitos ao Regulamento. Caso estas entidades não cheguem a acordo quanto a quem irá assegurar o cumprimento da obrigação, deverá ser o cedente a fazê-lo (cfr. artigo 6.º, n.º 1, do Regulamento).

Na maioria dos casos, contudo, esta questão será devidamente definida durante a estruturação da operação. Com a divulgação inicial da identificação do retentor presume-se o acordo entre as entidades elegíveis acerca de qual destas será responsável pelo cumprimento desta obrigação³⁹, não carecendo este acordo de contratualização pelo(s) cedente(s), patrocinador(es) e mutuante(s) inicial(ais).⁴⁰

Em determinadas situações, poderão surgir dúvidas quanto à classificação como cedente, patrocinador ou mutuante inicial dos múltiplos atores envolvidos na operação.

Um exemplo frequente diz respeito à qualificação como cedente das entidades gestoras de CLOs, uma das estruturas de titularização referidas anteriormente.

Nos Estados Unidos da América, no início do ano de 2018 o DC Circuit Court declarou a inaplicabilidade da obrigação de reter o risco às entidades gestoras de CLOs num julgamento que opôs a LSTA à SEC e ao Board of Governors of the Federal Reserve System. Entre outros argumentos, a LSTA afirmou que as regras de retenção constantes do Dodd-Frank Act não deveriam ser aplicáveis às entidades gestoras de CLOs, uma vez que estas não montavam a CLO através de cessões de créditos por si detidos. Pelo contrário, atuavam meramente como gestores da CLO, facilitando a compra de créditos diretamente pela CLO, sem originar ou possuir quaisquer créditos. Naturalmente, este

³⁹ Cfr. Considerando 10 dos Novos RTS

⁴⁰ Cfr. Secção “*Summary of responses to the consultation and the EBA’s analysis*” dos Novos RTS

raciocínio já não se aplicaria no caso da operação ser montada com recurso a créditos originados ou cedidos por uma entidade gestora de CLOs.

Na União Europeia, à falta de decisão semelhante, a obrigação de retenção de risco continua a aplicar-se às entidades gestoras de CLOs.

Um outro exemplo frequente, já referido anteriormente, diz respeito à qualificação como cedente de entidades constituídas com o propósito único de titularizar posições em risco. Como vimos, uma entidade não poderá qualificar-se como cedente caso não passe o *sole purpose test* previsto no artigo 6.º, n.º 1, do Regulamento.

O facto do artigo 6.º, n.º 1, do Regulamento fazer referência a um “propósito único”, ao invés de um “propósito principal”, tal como antecipado⁴¹, permite às regras europeias afastar veículos constituídos com o intuito de cumprir a obrigação de retenção de risco e, em simultâneo, manter as entidades gestoras de CLOs dentro do seu âmbito de aplicação.

A obrigação de retenção de risco deve ser integralmente satisfeita por um dos tipos de entidades abrangidas pelo seu âmbito de aplicação objetivo (cfr. artigo 6.º, n.º 1, do Regulamento), embora possa ser repartida por múltiplas entidades atuando numa dessas qualidades (cfr. artigo 3.º, n.º 1, do Regulamento Delegado).

Quando os ativos titularizados são originados por múltiplos cedentes ou por múltiplos mutuantes iniciais, o requisito de retenção deve ser preenchido por cada cedente ou por cada mutuante inicial, respetivamente, de forma proporcional aos ativos com que contribuiu para a operação (cfr. artigo 3.º, n.ºs 2 e 3, do Regulamento Delegado). No entanto, quando uma destas entidades tenha estabelecido o programa ou a operação e, relativamente ao mesmo, atue como gestora ou tenha contribuído com mais de 50% dos ativos titularizados, tal entidade poderá preencher o requisito de retenção de modo integral (cfr. artigo 3.º, n.º 4, do Regulamento Delegado).

Por outro lado, quando se verifique a intervenção de múltiplos patrocinadores, a obrigação de reter o risco deverá ser dividida em partes iguais por todos os patrocinadores ou cumprida pelo patrocinador cujo interesse económico se encontre mais em linha com o dos investidores. No caso desta segunda alternativa, os patrocinadores deverão chegar a acordo e fundamentar o seu acordo em critérios objetivos, incluindo a estrutura de custos, a participação na criação e na gestão do programa ou da operação de titularização

⁴¹ Sauvel, Sandrine & Shearer, David. *Securitisation – risk retention Q&A. s.d.*. Consultado em <https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/resources-and-tools/capital-markets-union/securitisation/securitisation-risk-retention-qa> a 28/05/2020

e a respetiva posição em risco sobre o risco de crédito das titularizações (cfr. artigo 3.º, n.º 5, do Regulamento Delegado).

Em determinados casos, é ainda possível que o requisito de retenção seja satisfeito numa base consolidada, isto é, por uma (ou mais) entidade(s) do mesmo grupo de consolidação que o cedente, o patrocinador ou o mutuante inicial.

O Regulamento permite que, quando a entidade-mãe do grupo consolidado se qualifique como instituição-mãe, companhia financeira da União Europeia ou companhia financeira mista da União Europeia nos termos da CRR, a retenção de risco possa ser realizada de forma consolidada relativamente a titularizações em que uma destas entidades ou uma das suas subsidiárias atue como cedente ou patrocinador e cujos ativos titularizados provenham de uma ou mais instituições de crédito, empresas de investimento ou instituições financeiras incluídas no mesmo âmbito de supervisão consolidada do que a entidade-mãe, nos termos do artigo 79.º da CRD, e disponibilizem as informações necessárias para que o cedente ou o patrocinador e a entidade-mãe consigam assegurar que é possível aos investidores institucionais cumprir com os seus deveres de *due diligence* (cfr. artigo 6.º, n.º 2, do Regulamento).

No caso do retentor deixar de fazer parte do âmbito de supervisão em base consolidada, a entidade-mãe deve garantir que outra(s) entidade(s) incluída(s) no âmbito de supervisão em base consolidada assegure o cumprimento desta obrigação (cfr. artigo 14.º do Regulamento Delegado).

Este é, alias, o único caso em que as regras de retenção de risco europeias preveem uma alteração do retentor durante a vida da operação.

No seu relatório de 2016, a EBA recomendou a introdução de uma disposição que previsse uma alteração do retentor mediante a verificação de circunstâncias excecionais, tais como a insolvência do retentor. Esta recomendação não foi acolhida na versão final do Regulamento⁴², pelo que, nos Novos RTS, a EBA introduziu um número 3 no artigo 12.º (o qual replicaria o conteúdo do artigo 12.º do Regulamento Delegado), esclarecendo que o interesse económico retido pode ser alienado em caso de insolvência do retentor.

⁴² European Banking Authority. *EBA Report on Securitisation Risk Retention, Due Diligence and Disclosure under Article 410(1) of the CRR*. 2016. Consultado em <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1359456/b8e21666-1a75-4e59-a04c-e8ad1b6c9606/EBA-OP-2016-06%20Report%20on%20Securitisation%20Risk%20Retention%20Due%20Diligence%20and%20Disclosure.pdf?retry=1> a 28/05/2020. pp. 21 e 22

3.2. Abordagem indireta

Em complemento à obrigação imposta sobre os cedentes, patrocinadores e mutuantes iniciais, o Regulamento exige que os restantes investidores institucionais verifiquem e monitorizem o cumprimento da obrigação de retenção de risco por uma das partes responsáveis em relação às operações de titularização nas quais adquiram posições (cfr. artigo 5.º, n.º 1, do Regulamento).

Este requisito aplica-se a vários tipos de entidades reguladas na União Europeia, designadamente, empresas de seguros e de resseguros, instituições de realização de planos de pensões profissionais, entidades gestoras de investimentos ou entidades autorizadas designadas por uma instituição de realização de planos de pensões profissionais, gestores de fundos de investimento alternativos, sociedades gestoras de organismos de investimento coletivo em valores mobiliários, organismos de investimento coletivo em valores mobiliários geridos internamente, instituições de crédito e empresas de investimento (cfr. artigo 2.º, n.º 12, do Regulamento).

Estas entidades, os investidores institucionais, encontram-se vinculados à realização desta verificação e monitorização independentemente do cedente, patrocinador ou mutuante inicial da operação de titularização se encontrar estabelecido na União Europeia, sem prejuízo de poderem delegar as suas obrigações de *due diligence* num gestor de investimentos.⁴³

Deste modo, ainda que os sujeitos diretos das regras de retenção de risco sejam os cedentes, patrocinadores e mutuantes iniciais abrangidos pelo Regulamento, na prática, os cedentes, patrocinadores e mutuantes iniciais de países terceiros deverão também manter de forma contínua um interesse económico líquido substancial não inferior a 5% (determinado nos termos do artigo 6.º do Regulamento) para que as posições originadas nas operações de titularização em que participam possam ser comercializadas a investidores institucionais europeus.

Para que os investidores institucionais europeus possam cumprir com as suas obrigações de *due diligence*, os cedentes, patrocinadores e mutuantes iniciais (europeus ou de países terceiros) deverão assegurar uma divulgação inicial e contínua de todos os

⁴³ Craske, Merryn. *The EU Securitisation Regulation – Where are we now?*. 2019. Consultado em https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/publications/2019/06/eusecuritisationregulationwherearewenow_june19.pdf a 28/05/2020. p. 6

dados substancialmente relevantes, *inter alia*, (i) a identificação do retentor, (ii) a opção de retenção escolhida, (iii) o compromisso inicial e contínuo de conservação de um interesse económico (cfr. artigo 22.º, n.º 1, do Regulamento Delegado), e (iv) a verificação de alguma das exceções previstas nos n.ºs 5 e 6 do artigo 6.º do Regulamento (cfr. artigo 22.º, n.º 2, do Regulamento Delegado).

A divulgação inicial deverá ser devidamente documentada (cfr. artigo 22.º, n.º 2, do Regulamento Delegado), constituindo prática habitual a inclusão de um compromisso de retenção de risco no prospeto da operação.

Segue-se um exemplo retirado do prospeto de uma operação recente, lançada em mercado durante o ano de 2020:

The Originator will retain on an ongoing basis during the life of the Transaction a material net economic interest of not less than 5% (five per cent.) in the securitisation as required by Article 6(1) of the Securitisation Regulation. Such retention requirement will be satisfied by the Originator retaining, in accordance with Article 6(3)(d) of the Securitisation Regulation, the first loss tranche and, where such retention does not amount to 5% of the (five per cent.) of the Mortgage Loans included in the Mortgage Asset Portfolio, other tranches having the same or a more severe risk profile than those transferred or sold to investors and not maturing any earlier than those transferred or sold to investors, equalling in total not less than 5% (five per cent.) of the Mortgage Loans included in the Mortgage Asset Portfolio. As at the Closing Date, the EU Retained Interest will be comprised of the Class C Notes.

Segue-se um outro exemplo, desta vez retirado do prospeto de uma operação sintética, esta lançada em mercado durante o ano de 2019:

4.10 Risk Retention

- (a) *The Protection Buyer, in its capacity as an "originator" within the meaning of Article 2(3) of Regulation (EU) 2017/2402 (the "**Securitisation Regulation**") and in reliance upon Article 6(4) of the Securitisation Regulation, undertakes to retain, at all times until the redemption in full of*

*the Notes, a material net economic interest in the securitisation of not less than 5% as contemplated by Article 6(3)(b) of the Securitisation Regulation (the "**Risk Retention Undertaking**"). Such holding will be achieved by the Protection Buyer or a member of the Protection Buyer's consolidated group retaining not less than 5% of the nominal value of each Reference Obligation outside the Reference Portfolio (the "**Retained Interest**").*

- (b) The Retained Interest shall not be subject to any credit risk mitigation, any short positions or any other hedge, and shall not be sold, in each case except as permitted by the Securitisation Regulation.*
- (c) The Protection Buyer will confirm the ongoing retention of the Retained Interest in the Reference Portfolio Reports as provided for in this Clause 4.10 and any change to the manner in which such interest is held will be notified by the Protection Buyer to the Noteholders.*

No que toca à divulgação contínua, os relatórios destinados aos investidores deverão conter as informações necessárias acerca do cumprimento do requisito de retenção de risco (cfr. artigo 7.º, n.º 1, al. e), para. (iii), do Regulamento) para que os investidores institucionais possam monitorizar a conservação do interesse retido.

Estes relatórios são elaborados com uma frequência mensal no caso de operações de titularização de ABCP e trimestral nos restantes casos (cfr. artigo 7.º, n.º 1, al. e), do Regulamento), o que representa uma inovação do Regulamento face ao regime anterior. Antes da entrada em vigor do Regulamento, a divulgação contínua a respeito do requisito de retenção de risco era realizada numa base anual e nas circunstâncias específicas previstas nos artigos 22.º, n.º 4, e 23.º do Regulamento Delegado, os quais não foram transportados para os Novos RTS.

No caso das titularizações renováveis (i.e., aquelas em que o portfólio de ativos subjacentes pode ser modificado ao longo da vida da operação), considera-se que o investidor institucional cumpre as suas obrigações de *due diligence* com base nos critérios de elegibilidade estabelecidos para a operação. Esta norma, que consta do artigo 15.º, n.º 1, do Regulamento Delegado, não foi também transportada para os Novos RTS.

Em complemento à divulgação inicial e contínua, os investidores institucionais beneficiarão habitualmente da prestação de determinadas declarações e garantias na

documentação contratual da transação, designadamente, nos contratos de subscrição, de gestão dos créditos ou de cessão dos créditos (dependendo da entidade que atue como retentor na operação em questão).⁴⁴

Capítulo III – O Cumprimento da Obrigação de Reter o Risco

O artigo 6.º do Regulamento prevê um elenco taxativo de modalidades de cumprimento da obrigação de retenção de risco, assentes na retenção de uma percentagem do valor nominal das tranches vendidas aos investidores (no caso da modalidade prevista no artigo 6.º, n.º 3, al. a), do Regulamento) ou do valor nominal dos ativos titularizados (no caso das restantes modalidades de retenção).⁴⁵

As modalidades de retenção previstas no Regulamento são:

- (i) Retenção vertical;
- (ii) Retenção de um interesse do cedente;
- (iii) Retenção de posições em risco aleatoriamente selecionadas;
- (iv) Retenção da tranche de primeiras perdas; e
- (v) Retenção de posição de primeiras perdas em cada posição titularizada.

Os cedentes, patrocinadores e mutuantes iniciais poderão optar livremente pela modalidade pretendida. Adicionalmente, o Regulamento prevê também que a retenção possa ser realizada de forma sintética e de forma contingente.

De seguida vamos analisar cada uma destas modalidades.

1. Retenção vertical

A retenção vertical consiste na retenção, por cada uma das tranches vendidas a investidores, de um valor não inferior a 5% do valor nominal das mesmas (cfr. artigo 6.º, n.º 3, al. a), do Regulamento). Nos termos do artigo 5.º do Regulamento Delegado, pode

⁴⁴ Sauvel, Sandrine & Shearer, David. *Securitisation – risk retention Q&A. s.d.*. Consultado em <https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/resources-and-tools/capital-markets-union/secritisation/secritisation-risk-retention-qa> a 28/05/2020

⁴⁵ L. Baker, Amanda & Suda, Ryan & Tamir, Sagi. *Comparison of EU, US and Japanese risk retention rules.* 2019. Consultado em <https://www.retainedinterest.com/wp-content/uploads/sites/31/2019/02/Securitisation-Risk-Retention-Requirements-EU-US-and-Japan-Compared.pdf> a 28/05/2020. p. 2

ser alcançada por qualquer uma das seguintes vias:

- (i) A retenção de pelo menos 5% do valor nominal de cada ativo titularizado, desde que o risco de crédito desses ativos tenha o mesmo grau de prioridade que, ou se encontre subordinado ao, risco de crédito titularizado relativo aos mesmos ativos (cfr. artigo 5.º, n.º1, al. a), do Regulamento Delegado);
- (ii) A retenção de uma tranche vertical com um valor nominal não inferior a 5% do valor nominal total de todas as tranches emitidas (cfr. artigo 5.º, n.º 1, al. c), do Regulamento Delegado);
- (iii) No caso de titularizações renováveis, a retenção do interesse do cedente, desde que atinja pelo menos 5% do valor nominal de cada um dos ativos titularizados e tenha o mesmo grau de prioridade que, ou se encontre subordinado ao, risco de crédito titularizado relativamente aos mesmos ativos (cfr. artigo 5.º, n.º1, al. a), do Regulamento Delegado); e
- (iv) No caso de um programa de ABCP, o fornecimento de uma facilidade de liquidez – um esquema de financiamento com o objetivo de assegurar a regularidade dos fluxos de caixa destinados aos investidores (cfr. artigo 2.º, n.º 14, do Regulamento) – com posição hierárquica mais elevada na cascata contratual, a qual reúna os requisitos previstos no artigo 5.º, n.º1, al. b), do Regulamento Delegado.

Como referido anteriormente, esta é a única modalidade que permite realizar a retenção com base no valor nominal das tranches da operação, ao invés do valor nominal dos ativos titularizados. Isto é particularmente relevante no caso de operações de titularização de NPLs, em que os ativos titularizados são vendidos com descontos substanciais, uma vez que a retenção com base no valor nominal dos ativos titularizados representaria um encargo excessivo.⁴⁶

2. Retenção de um interesse do cedente

Consiste na retenção de um interesse económico líquido não inferior a 5% do valor nominal de cada um dos ativos titularizados em titularizações renováveis ou em titularizações de ativos renováveis (cfr. artigo 6.º, n.º 3, al. b), do Regulamento).

⁴⁶ Cfr. Secção “*Summary of responses to the consultation and the EBA’s analysis*” dos Novos RTS

Como referido, a titularização renovável é uma titularização com portfólio dinâmico, isto é, em que novos ativos podem ser incluídos no portfólio após a emissão das posições de titularização (cfr. artigo 2.º, n.º 16, do Regulamento).

Por outro lado, a titularização de ativos renováveis é uma titularização cujos ativos que compõe o portfólio têm valor flutuante (cfr. artigo 2.º, n.º 15, do Regulamento). É o caso, por exemplo, de linhas de crédito que atribuem ao devedor a faculdade de ir utilizando ou amortizando os montantes utilizados com o decorrer o tempo.

As regras da CRR já previam esta modalidade de retenção quanto a titularizações renováveis, todavia, a entrada em vigor do Regulamento veio consagrar de forma expressa a sua aplicabilidade a titularizações de ativos renováveis.⁴⁷

O artigo 6.º, n.º 3, al. b), do Regulamento considerar-se-á observado através da retenção de 5% do valor nominal de cada um dos ativos titularizados, caso o risco de crédito dos ativos seja semelhante ou subordinado ao risco de crédito resultante das posições de titularização (cfr. artigo 6.º do Regulamento Delegado).

3. Retenção de posições em risco aleatoriamente selecionadas

A terceira alternativa consiste na retenção do interesse económico em ativos aleatoriamente selecionados que representem pelo menos 5% do valor nominal do portfólio a titularizar (cfr. artigo 6.º, n.º 3, al. c), do Regulamento).

Esta modalidade, contudo, apenas é admissível no caso da seleção aleatória operar sobre o conjunto total dos ativos a titularizar e deste conjunto compreender um número não inferior a 100 ativos, calculado na data de emissão das posições titularizadas.

Adicionalmente, este conjunto de pelo menos 100 ativos deve ser diversificado o suficiente para evitar a concentração excessiva do interesse retido e o retentor deve assegurar que a seleção é efetivamente aleatória tendo em consideração as características dos ativos em questão, tais como: a antiguidade, o produto, a geografia, a data inicial, o prazo de vencimento, o rácio empréstimo/valor, o tipo de propriedade, o setor de atividade e o saldo pendente do empréstimo (cfr. artigo 7.º, n.º 1, do Regulamento Delegado).

Os ativos retidos devem manter-se os mesmos durante a vida da operação, salvo se for necessária a sua alteração para o cumprimento da obrigação de reter o risco em função

⁴⁷ Cfr. Secção “*Summary of responses to the consultation and the EBA’s analysis*” dos Novos RTS

da operação constituir uma titularização renovável ou de ativos renováveis.

4. Retenção da tranche de primeiras perdas

Uma tranche representa um conjunto de posições de titularização que tem um risco de crédito distinto de outros conjuntos de posições de titularização, desconsiderando quaisquer coberturas ou melhorias de crédito (cfr. artigo 2.º, n.º 6, do Regulamento).

O *tranching* é realizado através da introdução de uma cascata de pagamentos na documentação contratual da transação, a qual prevê que as tranches sejam pagas por ordem sequencial, isto é, das mais seniores para as mais júniores, estas últimas com um perfil mais arriscado e mais apetecíveis à especulação. Através desta estrutura, as tranches mais seniores conseguem obter notações de risco superiores. Por outro lado, as tranches mais júniores pagarão um cupão mais elevado.

A tranche de primeiras perdas consiste na tranche mais subordinada da operação, isto é, aquela que suportará em primeiro lugar quaisquer perdas que se verifiquem e que, como tal, oferece proteção às tranches mais seniores (cfr. artigo 2.º, n.º 18, do Regulamento). Assim, esta modalidade de retenção consistirá na subscrição, por parte do retentor, da classe mais júnior das posições de titularização emitidas.

Caso a classe mais júnior não represente pelo menos 5% do valor nominal dos ativos titularizados, a entidade deverá reter as classes subsidiariamente mais júniores até perfazer esse marco (cfr. artigo 6.º, n.º 3, al. d), do Regulamento). Por outro lado, caso a classe mais júnior exceda 5% do valor nominal dos ativos titularizados, a entidade poderá reter apenas uma parte da tranche (cfr. artigo 8.º, n.º 2, do Regulamento Delegado). Para este cálculo, não relevará a exposição ao risco de crédito dos ativos titularizados, mas sim da posição de titularização (cfr. artigo 8.º, n.º 3, do Regulamento Delegado).

Enquanto existir capital em dívida em alguma das tranches mais seniores, a classe retida não poderá ser amortizada de modo a que o montante do seu capital em dívida se torne inferior a 5% do valor nominal (à data da emissão) dos ativos titularizados.⁴⁸

A retenção da tranche de primeiras perdas será, possivelmente, a modalidade de

⁴⁸ D. Klingenberg, Erik & Hickman, Edward & Kudenholdt, Stephen S. & Sharkey, Martin. *How does the EU Securitization Regulation affect US term securitizations?*. 2019. Consultado em <https://www.dentons.com/en/insights/guides-reports-and-whitepapers/2019/may/17/-/media/21f7ab7dbb024e1b8011ab2386266a0c.ashx> a 28/05/2020. p. 3

retenção de risco mais utilizada. Alguns autores apontam limitações a esta modalidade, designadamente, por não incentivar os responsáveis pela retenção a prevenir perdas que excedam o valor nocional da tranche de primeiras perdas.⁴⁹

Em todo o caso, na eventualidade do juro e capital distribuídos de acordo com a cascata de pagamentos ser suficiente para cobrir a exposição do titular da tranche mais júnior, esta será também a mais lucrativa, uma vez que ao risco mais elevado corresponderá o pagamento de um cupão superior.

5. Retenção de posição de primeiras perdas em cada posição titularizada

A quinta opção consagrada nas regras de retenção de risco comunitárias é a retenção de uma posição de primeiras perdas de pelo menos 5% de cada um dos ativos titularizados (cfr. artigo 6.º, n.º 3, al. e), do Regulamento).

Esta modalidade poderá ser satisfeita através da venda dos ativos a titularizar com um desconto igual ou superior a 5% do seu valor nominal, sendo esse desconto posteriormente reembolsado ao cedente ou ao mutuante inicial caso não seja absorvido pelas perdas sofridas pelos ativos (cfr. artigo 9.º, n.º 2, do Regulamento Delegado).

O risco de crédito dos ativos retido deverá estar subordinado ao risco de crédito das posições de titularização emitidas (cfr. artigo 9.º, n.º 1, do Regulamento Delegado).

6. Retenção sintética e retenção contingente

Analizadas as modalidades de retenção admitidas pelo artigo 6.º, n.º 3, do Regulamento, há que referir que estas podem ser conjugadas com técnicas de retenção sintética – através do recurso a derivados (cfr. artigo 1.º, al. b), do Regulamento Delegado) – e/ou contingente – através da utilização de garantias, cartas de crédito ou outros instrumentos de reforço de crédito (cfr. artigo 1.º, al. c), do Regulamento Delegado). Significa isto que, pese embora o cumprimento da obrigação de retenção de risco seja aferido ao abrigo de uma das modalidades previstas no artigo 6.º, n.º 3, do Regulamento, a obrigação considera-se cumprida se um resultado igual a tal modalidade

⁴⁹ Kaptan, Metin. *On the Optimal Design of Risk Retention on Securitisation*. 2011. Consultado em <https://ssrn.com/abstract=1923075> a 28/05/2020. p. 2

for alcançado de forma sintética e/ou contingente. Para tal, devem encontrar-se preenchidas duas condições (cfr. artigo 4.º, n.º 1, do Regulamento Delegado):

- (i) O montante efetivamente retido é igual ou superior ao montante que seria retido em resultado do recurso à opção equiparável à forma de retenção sintética ou contingente utilizada; e
- (ii) O recurso à retenção sintética e/ou contingente deve ser objeto de divulgação, designadamente, no prospeto da operação.⁵⁰

Na prática, contudo, esta possibilidade tem uma utilidade limitada aos casos em que o retentor é uma instituição de crédito, uma vez que as entidades que não se qualificam como tal deverão colateralizar a sua exposição em numerário e mantê-lo numa base segregada como “fundos de clientes” (cfr. artigo 4.º, n.º 2, do Regulamento Delegado).

Em caso de cumprimento da obrigação de retenção de risco através da retenção da tranche de primeiras perdas de forma sintética ou contingente, deverão ainda ser observadas as exigências previstas no artigo 8.º, n.º 1, do Regulamento Delegado.

7. Breve referência a outra modalidade não permitida ao abrigo do regime europeu: a retenção em “L”

Em complemento às modalidades de retenção já analisadas, a EBA analisou a possibilidade de incluir outras modalidade de cumprimento ao leque previsto pelo artigo 6.º, n.º 3, do Regulamento.

Pela sua relevância no mercado, uma vez que possui expressão significativa no âmbito das operações realizadas nos Estados Unidos da América, cumpre-nos fazer referência a uma outra modalidade atualmente não permitida ao abrigo das regras europeias: a retenção em “L”.

A retenção em “L” consiste na retenção da tranche de primeiras perdas e numa posição *pro rata* das tranches mais seniores⁵¹, uma vez que, nestes casos, a operação é *trancheada* de modo a que a tranche de primeiras perdas não possua expressão suficiente para dar cumprimento à obrigação de reter o risco *per se*.

⁵⁰ Cfr. Considerando 7 dos Novos RTS

⁵¹ L. Baker, Amanda & Suda, Ryan & Tamir, Sagi. *New Japanese Risk Retention Rule Takes Effect on March 31, 2019*. 2019. Consultado em https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/publications/2019/03/japaneseriskretentionrule_v3.pdf a 28/05/2020. p. 7

A possibilidade de combinar a retenção horizontal da tranche de primeiras perdas com a retenção vertical de posições nas tranches seniores confere maior flexibilidade na estruturação das operações de titularização, permitindo ganhos de eficiência, o que levou a que a sua introdução foi objeto de ponderação pela EBA.

A EBA considerou, todavia, que a retenção em “L” é passível de resultar num aumento dos custos incorridos pelos investidores na realização da sua *due diligence* e que não assegura níveis semelhantes de alinhamento de interesses às restantes modalidades de retenção, pelo que o alargamento do leque de modalidades permitidas poderia conduzir a um desvirtuar do objetivo pretendido com a sua consagração.⁵²

Como tal, pese embora em operações montadas nos Estados Unidos da América a retenção de risco possa ser realizada através de uma estrutura como a descrita, os investidores institucionais europeus terão dificuldades em investir em operações montadas nesta base por impossibilidade de cumprimento dos seus deveres de *due diligence* (em particular, o dever previsto no artigo 5.º, n.º 1, al. d), do Regulamento).

Capítulo IV – O Incumprimento da Obrigação de Reter o Risco

1. Sanções penais e/ou administrativas

O Regulamento atribui aos Estados-Membros a faculdade de definir o quadro de sanções penais e/ou administrativas aplicáveis aos sujeitos das regras de retenção de risco que incumpram as suas obrigações (cfr. artigo 32.º, n.º 1, al. a), do Regulamento).

O quadro sancionatório português vem previsto na Lei da Titularização. Nos termos do artigo 66.º-D, n.º 1, als. b) e c), e n.º 3, da Lei da Titularização, o incumprimento da obrigação de reter o risco por parte de um cedente, patrocinador ou mutuante inicial e da obrigação de verificar que a retenção de risco foi realizada pelo cedente, patrocinador ou mutuante inicial por parte de um investidor institucional no âmbito dos seus deveres de *due diligence* constituem contraordenação punível com coima, a qual poderá ainda ser

⁵² European Banking Authority. *EBA Report on Securitisation Risk Retention, Due Diligence and Disclosure under Article 410(1) of the CRR*. 2016. Consultado em <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1359456/b8e21666-1a75-4e59-a04c-e8ad1b6c9606/EBA-OP-2016-06%20Report%20on%20Securitisation%20Risk%20Retention%20Due%20Diligence%20and%20Disclosure.pdf?retry=1> a 28/05/2020. p. 20

cumulada com as sanções acessórias previstas no artigo 66.º-F da Lei da Titularização.

2. Penalizações regulatórias

Em complemento das sanções penais e/ou administrativas definidas pelos Estados-Membros, a CRR prevê uma penalização regulatória sob a forma de requisitos de capital mais onerosos ao impor uma ponderação de risco adicional à detenção de posições numa determinada titularização em que o cedente, o patrocinador e o mutuante inicial não cumpram com a obrigação de reter o risco ou sobre os investidores institucionais que não cumpram com os respetivos deveres de *due diligence* (cfr. artigo 270.º-A, n.º 1, da CRR). Esta ponderação de risco adicional poderá ir de 250% a 1.250% e a sua determinação deverá ter em conta a circunstância da operação de titularização em questão beneficiar de alguma das isenções previstas no artigo 6.º, n.º 5, do Regulamento.

Como vimos, os investidores institucionais europeus deverão verificar o cumprimento da obrigação de retenção de risco em todos os investimentos que realizam em operações de titularização, pelo que esta ponderação de risco adicional aplicar-se-á também em relação à detenção de posições em operações de titularização montadas ao abrigo de jurisdições extracomunitárias cuja estrutura não preencham os requisitos do artigo 6.º do Regulamento. Deste modo, caso pretendam comercializar as suas operações de titularização a investidores institucionais europeus, os cedentes, patrocinadores e mutuantes iniciais situados em jurisdições extracomunitárias ver-se-ão forçados a reter o risco em moldes que satisfariam a obrigação prevista pelo artigo 6.º do Regulamento, de modo a tornarem-nas suficientemente atrativas.

Os investidores poderão também sofrer uma penalização a nível de requisitos de capital no caso de adquirirem posições numa operação de titularização qualificada como STS em que o cedente, o patrocinador e o mutuante inicial incumpram a sua obrigação de retenção de risco, uma vez que o cumprimento desta obrigação deverá verificar-se para que a operação de titularização se possa qualificar como STS (cfr. artigo 21.º, n.º 1, do Regulamento). As operações de titularização STS beneficiam de um tratamento de capital mais favorável⁵³, pelo que, caso a retenção de risco não seja realizada e, como tal, uma

⁵³ D. Klingenberg, Erik & Hickman, Edward & Kudenholdt, Stephen S. & Sharkey, Martin. *How does the EU Securitization Regulation affect US term securitizations?*. 2019. Consultado em <https://www.dentons.com/en/insights/guides-reports-and-whitepapers/2019/may/17/->

determinada operação de titularização tiver sido erradamente qualificada como STS, os investidores não poderão beneficiar do tratamento de capital que esperavam obter.

3. Competências sancionatórias e de supervisão

A competência para aplicar as sanções e penalizações descritas *supra*, bem como a competência para supervisionar o cumprimento das regras de retenção de risco, é atribuída por observância das regras previstas nos artigos 25.º e 29.º do Regulamento.

Na jurisdição portuguesa, estas competências repartem-se entre o BCE, o BdP, a Autoridade dos Seguros e Fundos de Pensões e a CMVM (cfr. Regulamento (UE) No. 1024/2013 do Conselho, de 15 de outubro de 2013, artigos 25.º e 29.º do Regulamento e artigo 66.º-A da Lei da Titularização) consoante o tipo de entidade supervisionada.

Capítulo V – Tendências Atuais: os Novos RTS

A versão final dos Novos RTS foi publicada a 31 de julho de 2018 e compreende um âmbito de aplicação temporal semelhante ao do Regulamento. No entanto, até à adoção dos Novos RTS pela Comissão Europeia, os Capítulos I, II e III e o artigo 22.º do Regulamento Delegado manter-se-ão aplicáveis às titularizações abrangidas pelo Regulamento (cfr. artigo 43.º, n.º 7, do Regulamento).

Este trabalho procurou seguir o regime em vigor e identificar, quando e onde aplicável, as alterações resultantes dos Novos RTS face ao Regulamento Delegado. Não obstante, em benefício da sua completeza, fechamos o seu âmbito com este capítulo, no qual se sumarizam, de forma consolidada, as alterações de relevo.

A EBA procurou garantir que os Novos RTS introduzem apenas as alterações que se revelaram necessárias por força da entrada em vigor do Regulamento ou para tutelar problemas frequentemente apontados por *stakeholders* do mercado, pelo que os Novos RTS replicam uma grande parte das disposições do Regulamento Delegado.⁵⁴ No que respeita às inovações trazidas pelos Novos RTS:

- (i) Artigo 3.º, n.º 6, dos Novos RTS – Desenvolve os critérios a observar no

/media/21f7ab7dbb024e1b8011ab2386266a0c.ashx a 28/05/2020. p. 6

⁵⁴ Cfr. Secção “*Draft cost-benefit analysis / impact assessment*” dos Novos RTS

âmbito do *sole purpose test* para determinar se uma entidade foi constituída ou opera com o propósito único de titularizar posições e, como tal, não poderá qualificar-se como cedente para efeitos de retenção de risco;

- (ii) Artigo 12.º, n.º 3, dos Novos RTS – Afasta a aplicabilidade da proibição de venda ou de cobertura do interesse económico retido nos casos em que o retentor se tenha tornado insolvente; e
- (iii) Artigo 16.º dos Novos RTS – Estabelece os critérios do teste de comparabilidade previsto no artigo 6.º, n.º 2, do Regulamento.

Em sentido oposto, por não se enquadrarem no âmbito do mandato conferido pelo artigo 6.º, n.º 7, do Regulamento, algumas das disposições do Regulamento Delegado não mereceram acolhimento pelos Novos RTS.

Este é o caso, designadamente, do Capítulo IV e dos artigos 21.º e 23.º do Regulamento Delegado, cujas matérias se encontram tratadas, em todo o caso, nos artigos 5.º, 9.º e 7.º do Regulamento, respetivamente.⁵⁵

Conclusões

I. A retenção de risco surge como um mecanismo de alinhamento entre os interesses dos originadores e dos patrocinadores e os interesses dos investidores em operações de titularização, tornando a concessão de crédito assente num modelo de *originate to distribute* mais onerosa para os primeiros, uma vez que serão chamados a suportar uma parte das perdas ao invés de procederem a uma transferência integral do risco de crédito dos seus ativos para os mercados financeiros.

II. As regras de retenção de risco foram introduzidas no direito comunitário com a aprovação da CRD II e encontram-se atualmente previstas no Regulamento, complementado pelas disposições do Regulamento Delegado. Os Novos RTS foram publicados pela EBA a 31 de julho de 2018, contudo, não foram ainda formalmente adotados pela Comissão Europeia.

⁵⁵ Cfr. Secção “*Draft cost-benefit analysis / impact assessment*” dos Novos RTS

III. Em qualquer operação que implique uma transferência de risco de crédito dividido em tranches o cedente, o patrocinador ou o mutuante inicial deverá manter, de forma contínua, um interesse económico líquido substancial na titularização não inferior a 5% até que todas as posições (não retidas) emitidas no âmbito da operação de titularização em questão se encontrem amortizadas, independentemente da titularização ser realizada de forma tradicional ou sintética. O interesse económico líquido retido não poderá ser vendido ou transferido, designadamente, através de qualquer tipo de instrumento de cobertura ou de mitigação de risco de crédito.

IV. As regras de retenção de risco aplicam-se aos seus sujeitos com base num modelo dual. Por um lado, a abordagem direta exige que os cedentes, patrocinadores e mutuantes iniciais abrangidos pelo Regulamento cumpram com a obrigação de reter o risco. Por outro, a abordagem indireta exige que os investidores institucionais europeus verifiquem tal cumprimento. No que concerne às operações em que o cedente, o patrocinador ou o mutuante inicial não estejam abrangidos pelo âmbito do Regulamento, a abordagem indireta continua a aplicar-se aos investidores institucionais europeus, pelo que, para que os investidores institucionais europeus possam cumprir com os seus deveres de *due diligence*, os cedentes, patrocinadores e mutuantes iniciais de países terceiros deverão também manter de forma contínua um interesse económico líquido substancial não inferior a 5% determinado nos termos do Regulamento.

V. O Regulamento prevê um elenco taxativo de modalidades de cumprimento da obrigação de retenção de risco assentes na retenção de uma percentagem do valor nominal das tranches vendidas aos investidores (no caso da retenção vertical) ou do valor nominal dos ativos titularizados (no caso das restantes modalidades de retenção). Os cedentes, patrocinadores e mutuantes iniciais poderão optar livremente pela modalidade pretendida. Adicionalmente, o Regulamento prevê também que a retenção possa ser realizada de forma sintética e de forma contingente.

Bibliografia

A. Gillespie, Julie & A. Hitselberger, Carol & C. Stewart, Jan & Craske, Merry & T. Lawrence, Cody. *The Impact of the EU Securitization Regulation on US Entities*. 2018. Consultado em <https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/publications/2018/12/the-impact-of-the-eu-securitization-regulation-on/files/theimpactoftheeusecuritizationregulationonuseniti/fileattachment/theimpactoftheeusecuritizationregulationonuseniti.pdf> a 28/05/2020

A. Sweet, Charles. *A Guide to the Credit Risk Retention Rules for Securitizations*. 2014. Consultado em https://www.morganlewis.com/~/-/media/files/handouts/final_risk_retention_guide_handout.ashx a 28/05/2020

A. Sweet, Charles & Kradjian, Theresa & Matthews, Paul. *Multijurisdictional securitization in the age of the new EU securitization rules*. 2019. Consultado em <https://www.morganlewis.com/pubs/multijurisdictional-securitization-in-the-age-of-the-new-eu-securitization-rules> a 28/05/2020

Butt, Glenn & Clancy, Maedhbh & Cody, Phil & Kissane, Cormac & Small, Aiden. *Securitisations Regulation: Risk Retention Summary*. 2018. Consultado em <https://www.arthurcox.com/knowledge/securitisation-regulation-risk-retention-summary/> a 28/05/2020

Calvão da Silva, João. *Titularização de Créditos* (3.^a ed.). 2013. Coimbra: Edições Almedina, S.A.

Câmara, Paulo & Dichter, Barry & Ferreira, Amadeu José & Gómez Jordana, Iñigo & Grimaldi, Michel & Lavilla, Juan José & Leite de Campos, Diogo & Meirelles, José Carlos & Minguez Prieto, Rafael & Monteiro, Manuel & Romão Carreiro Vaz Tomé, Maria João. *Titularização de Créditos* (1.^a Ed.). 2000. Coimbra: Edições Almedina, S.A.

Craske, Merryn. *The EU Securitisation Regulation – Where are we now?*. 2019. Consultado em https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/publications/2019/06/eusecuritisationregulationwherearewenow_june19.pdf a 28/05/2020

D. Klingenberg, Erik & Hickman, Edward & Kudenholdt, Stephen S. & Sharkey, Martin. *How does the EU Securitization Regulation affect US term securitizations?*. 2019. Consultado em <https://www.dentons.com/en/insights/guides-reports-and-whitepapers/2019/may/17/-/media/21f7ab7dbb024e1b8011ab2386266a0c.ashx> a 28/05/2020

European Banking Authority. *Consultation Paper on Draft Regulatory Technical Standards on the retention of net economic interest and other requirements related to exposures to transferred credit risk under Articles 394, 395, 397 and 398) of Regulation (EU) No [xx/2013] and on Draft Implementing Technical Standards relating to the convergence of supervisory practices with regard to the implementation of additional risk weights Article 396) of Regulation (EU) No [xx/2013]*. 2013. Consultado em <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/209701/5c87b980-ff73-4926-a020-c8c115a55ee4/EBA-BS-2013-091rev2--RTS-ITS-securitisation-retention-rules-clean.pdf> a 28/05/2020

European Banking Authority. *EBA Opinion on the Regulatory Treatment of Non-Performing Exposure Securitisations*. 2019. Consultado em https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library//Opinion%20on%20the%20regulatory%20treatment%20of%20NPE%20securitisations.pdf a 28/05/2020

European Banking Authority. *EBA Report on Securitisation Risk Retention, Due Diligence and Disclosure*. 2014. Consultado em <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/534414/b152ba27-9a02-4d82-82a0-e05c8123a7df/Securitisation%20Risk%20Retention%20Report.pdf?retry=1> a 28/05/2020

European Banking Authority. *EBA Report on Securitisation Risk Retention, Due Diligence and Disclosure under Article 410(1) of the CRR*. 2016. Consultado em <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1359456/b8e21666-1a75-4e59-a04c-e8ad1b6c9606/EBA-OP-2016-06%20Report%20on%20Securitisation%20Risk%20Retention%20Due%20Diligence%20and%20Disclosure.pdf?retry=1> a 28/05/2020

European Banking Authority. *Opinion of the European Banking Authority on the securitisation retention, due diligence and disclosure requirements*. 2014. Consultado em <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/657547/578abd05-7c99-4139-974a-9cb6ac8cd2d5/EBA%20OP%202014%2014%28%20Securitisation%20Risk%20Retention%20Opinion%29.pdf?retry=1> a 28/05/2020

European Central Bank. *Opinion of the European Central Bank of 11 March 2016 on (a) a proposal for a regulation laying down common rules on securitisation and creating a European framework for simple, transparent and standardised securitisation; and (b) a proposal for a regulation amending Regulation (EU) No 575/2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms*. 2016. Consultado em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52016AB0011> a 28/05/2020

European Commission. *Impact Assessment accompanying the document “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council laying down common rules on securitisation and creating a European framework for simple, transparent and standardised securitisation and amending Directives 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 648/2012”*. 2015. Consultado em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018SC0052%2801%29> a 28/05/2020

European Commission. *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council laying down common rules on securitisation and creating a European framework for simple, transparent and standardised securitisation and amending Directives*

2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 648/2012. 2015. Consultado em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52015PC0472> a 28/05/2020

European Economic and Social Committee. *Opinion of the European Economic and Social Committee on the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council laying down common rules on securitisation and creating a European framework for simple, transparent and standardised securitisation and amending Directives 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 648/2012.* 2016. Consultado em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52015AE4971> a 28/05/2020

European Securities and Markets Authority. *Questions and Answers on the Securitisation Regulation* (5.^a ed.). 2020. Consultado em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-128-563_questions_and_answers_on_securitisation.pdf a 28/05/2020

Furfine, Craig. *The Impact of Risk Retention Regulation on the Underwriting of Securitized Mortgages.* 2018. Consultado em <https://ssrn.com/abstract=3121219> a 28/05/2020

Hibbeln, Martin, & Osterkamp, Werner. *The Impact of Skin in the Game on Bank Behavior in the Securitization Market.* 2019. Consultado em <https://ssrn.com/abstract=3528090> a 28/05/2020

Kaptan, Metin. *On the Optimal Design of Risk Retention on Securitisation.* 2011. Consultado em <https://ssrn.com/abstract=1923075> a 28/05/2020

L. Baker, Amanda & Suda, Ryan & Tamir, Sagi. *Comparison of EU, US and Japanese risk retention rules.* 2019. Consultado em <https://www.retainedinterest.com/wp-content/uploads/sites/31/2019/02/Securitisation-Risk-Retention-Requirements-EU-US-and-Japan-Compared.pdf> a 28/05/2020

L. Baker, Amanda & Suda, Ryan & Tamir, Sagi. *New Japanese Risk Retention Rule Takes Effect on March 31, 2019*. 2019. Consultado em https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/publications/2019/03/japaneseriskretentionrule_v3.pdf a 28/05/2020

Loan Syndications & Trading Association. *Risk Retention Goes on Vacation*. 2018. Consultado em <https://www.lsta.org/news-resources/risk-retention-goes-on-vacation/> a 28/05/2020

R. G. Nolan, Anthony & Sako, Yuki. *New Japanese Securitization Risk Retention Rule and Its Impact on CLO Investors in Japan*. 2019. Consultado em <https://www.jdsupra.com/legalnews/new-japanese-securitization-risk-28997/> a 28/05/2020

R. Tucker, Devon. *Not All Securitizations Are Equal: Risk Retention for Commercial Mortgage-Backed Securitization in an Era of Deregulation*. 2019. Consultado em <https://scholarship.law.unc.edu/ncbi/vol23/iss1/17> a 28/05/2020

R. Wood, Philip. *Law and Practice of International Finance* (University ed.). 2014. s.l.: Sweet & Maxwell

Safran, Lawrence & Sullivan, Christopher & T. Fingeret, Kevin & Warna-kula-suriya, Sanjev. *The International Comparative Legal Guide to: Securitisation 2019* (1.^a ed.). 2019. Londres: Global Legal Group Ltd

Sauvel, Sandrine & Shearer, David. *Securitisation – risk retention Q&A*. s.d.. Consultado em <https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/resources-and-tools/capital-markets-union/securitisation/securitisation-risk-retention-qa> a 28/05/2020

Shaiman, Lee (2018). *Dear Congress: Don't repeat Dodd-Frank's mistakes*. Consultado em <https://www.americanbanker.com/opinion/dear-congress-dont-repeat-dodd-franks-mistakes> a 28/05/2020